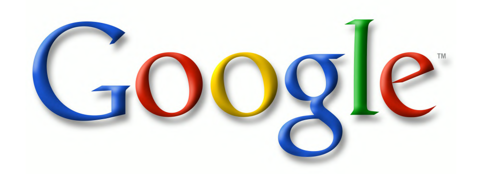
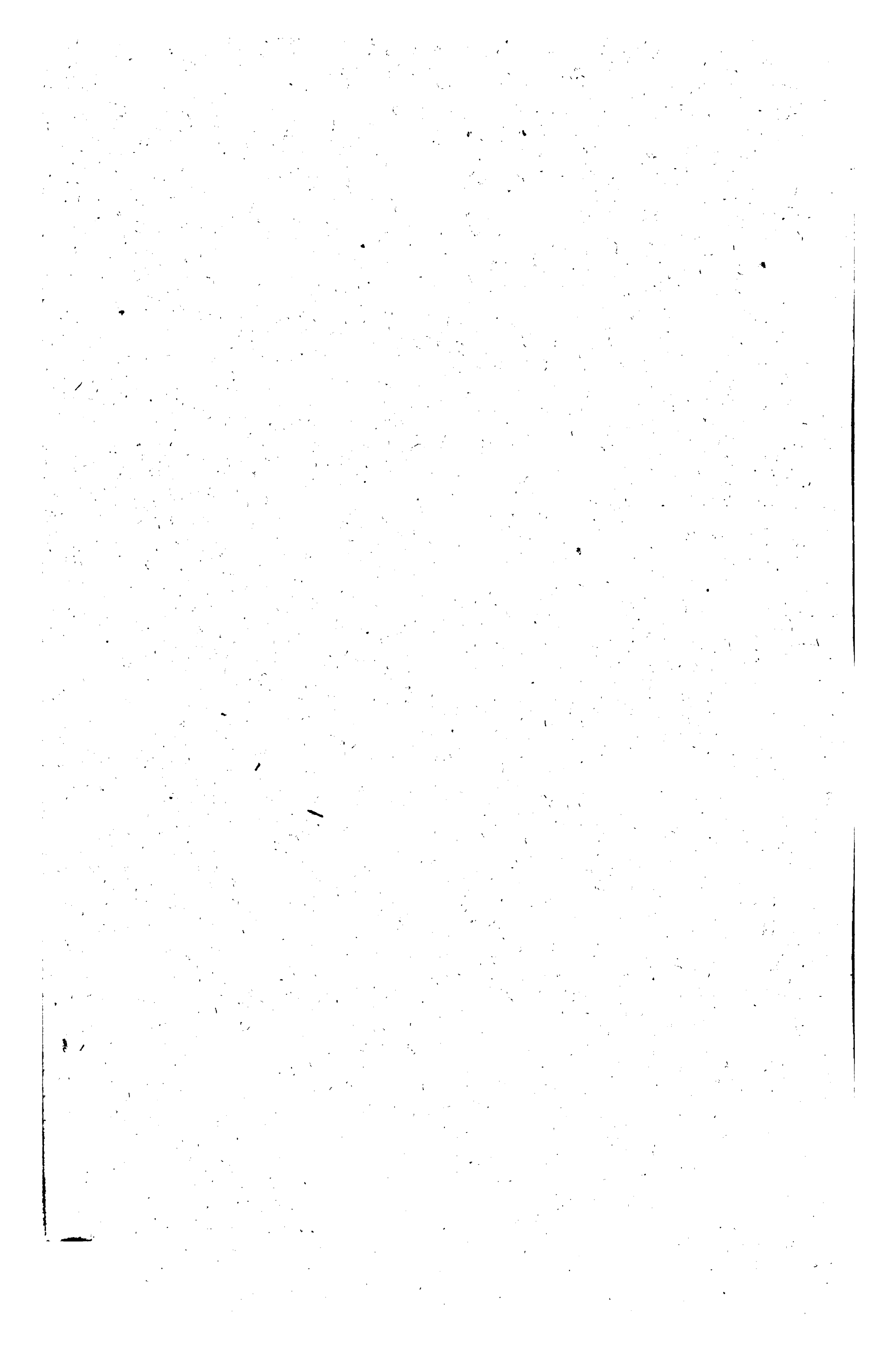




Der Termin-Handel in nordamerikanischer Baumwolle.

Inaugural-Dissertation

verfaßt und der

Hohen rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät

der

Königlich Bayerischen Julius-Maximilians-Universität Würzburg

zur

Erlangung der rechts- und staatswissenschaftlichen Doktorwürde

vorgelegt von

Carl von Kühlmann
aus München.

Leipzig
Druck von Greßner & Schramm.
1908.

Referent:

Professor Dr. Georg Schanz.

Vorrede.

Die vorliegende Schrift behandelt den Baumwollterminhandel. Hierbei herrschte die Absicht vor, an einem typischen Beispiel die charakteristischen Merkmale und Erscheinungen eines stark spekulativen Weltterminmarktes darzustellen; es war daher nicht nötig, zu sehr auf die Details einzugehen.

Meine Untersuchung basiert hauptsächlich auf persönlichen Informationen, geschäftlichen Dokumenten und Börsenstatuten. In ersterer Hinsicht schulde ich großen Dank Herrn P. Schmitz (Firma Schmitz und Rössingh, Bremen), der mir mit seinen reichen Kenntnissen und Erfahrungen bereitwillig zur Seite stand und auch die Freundlichkeit hatte, einen großen Teil der Arbeit durchzusehen, weiterhin Herrn W. Rössingh von der gleichnamigen Firma und Herrn W. Hapke (Firma Mc. Fadden Brothers G. m. b. H., Bremen), welche mir besonders durch Verschaffung der Börsenstatuten und statistischer Werke behilflich waren. Über die einschlägigen technischen Fragen wurde ich unterrichtet durch Herrn L. Fessmann, Direktor der Mechanischen Baumwollspinnerei und -Weberei A.-G., Augsburg.

Sehr förderlich waren mir auch die Aufschlüsse einer Reihe Schweizer Sachverständigen, an die mich die Herren Direktoren der Schweizerischen Kreditanstalt in Zürich Dr. Jul. Frey und E. Groß empfohlen hatten; es sind dies Herr Nationalrat H. Wunderly-v. Muralt (A.-G. der Spinnereien von H. Kunz, Zürich), Herr Fr. Jenny-Dürst (Fritz und Caspar Jenny, Ziegelbrücke), Herr Julius Honegger (Firma Honeggers Söhne, Wald), Herr Oberst Alfr. Stadtmann (Spinnerei und Weberei Glatt-

felden), Herr Direktor Winter (Schweiz. Kattundruckerei Richtersweil), Herr Alfr. Arbenz (Firma Theod. Fierz Zürich), Herr Henri Niedermann und Ernst Scharf (gleichnam. Firma, Zürich).

Leider konnte die neu erschienene Publikation des amerikanischen Department of Commerce and Labor: „Report of the Commissioner of Corporations (Herbert Knox Smith) on cotton exchanges, Part I, Methods of establishing grade differences for future contracts, May 4, 1908; Washington, Government printing office“ nicht mehr berücksichtigt werden. Dieser Report behandelt eingehend auf Grund staatlich organisierter Erhebung die Frage der Umgestaltung des New Yorker Kontrakts, sowie die Abschaffung der zutage getretenen Mißstände; er kommt zu dem Ergebnis, daß die Regelung der Vergütungen nach dem New Orleanser System und nicht nach fester Skala erfolgen sollte. Manche Mühe wäre mir erspart geblieben, wenn mir bei der Anfertigung meiner Arbeit das reiche Material des Reports zur Verfügung gestanden hätte.

Zum Schluß erfülle ich noch die angenehme Pflicht, Herrn Professor G. Schanz für seine vielen Bemühungen meinen schuldigen Dank auszusprechen.

Zürich, im August 1908.

Der Verfasser.

Inhalts-Übersicht.

Seite

I. Entwickelung des Warenterminhandels. Der Baumwollterminkontrakt. Usancen der Baumwollterminbörsen 1
II. Baumwoll-Kultur und -Handel. Prinzip der Versicherung durch Termintransaktionen. Theoretische Struktur des Terminmarktes 15
III. Verhältnis des effektiven Marktes zum Terminmarkte. Spekulation und Manipulation 31
IV. Technik der Terminarbitrage und der Termindeckungen . . . 48
V. Bedeutung des Terminmarktes für die Baumwollindustrie und den Baumwollwarenhandel 55
VI. Stellung der Interessenten zur Terminbörse. Preisbildung bei Baumwolle. Die Baumwollstatistik und deren Bedeutung . . 63
VII. Vor- und Nachteile des Terminhandels in Waren überhaupt und Stellung des Gesetzgebers zu demselben. Möglichkeit und Wert einer Baumwollterminbörse in Bremen 75

Anhang.

1. Baumwollkurse für middling upland loco in New York und Liverpool 1894—1906 82
2. New Yorker Baumwollterminpreise für 1903/04 84
3. New Yorker Baumwollterminpreise für 1905/06 86
4. Tagesbericht der Bremer Baumwollbörse vom 27. Juni 1908 . 88

Benützte Werke, Broschüren, Statistiken usw.

Dr. Karl Johannes Fuchs, Der Warenterminhandel, seine **Technik und** volkswirtschaftliche Bedeutung, in Schmollers Jhrbch. 15. Jhrg. **(1891)** pag. 49.

Prof. Dr. R. Sonndorfer, Technik des Welthandels, 1905.

Börsenwesen von Dr. G. Schanz in dem „Wörterbuch der Volkswirtschaft“, herausgegeben von Dr. Ludwig Elster, bei Gustav Fischer in Jena **1906.**

Dr. Karl Joh. Fuchs, Organisation des Liverpooler Baumwollhandels in Vergangenheit und Gegenwart, in Schmollers Jhrbch. 14. Jhrg. (1890. pag. 107.

Henry Crosby Emery, Speculation on the Stock and Produce Exchanges of the U. S. A., New York 1906.

Prof. Dr. A. Oppel, Die Baumwolle nach Geschichte, Anbau, Verarbeitung und Handel, sowie nach ihrer Stellung im Volksleben und in der Staatswirtschaft. Bremen 1902.

Ch. W. Burkett & Hamilton Poê, „Cotton“, **überſetzt und bearbeitet von** C. Heine, Leipzig 1908.

Ollivier Senn, Le marché des cotons en France, Extrait de la Revue politique et parlamentaire (1901).

Hans Heizmann, Das Baumwolltermingeschäft und dessen Einfluß auf die Baumwollindustrie, Zürich 1907 (**Druckerei von Bolli & Böcherer, Schaffhausen**).

Charter, By-laws and Rules of the New York Cotton-Exchange 1904

Bye-laws of the Liverpool Cotton Association 1904.

Le Havre, Coton Usages, Contrats et Règlement, 1907.

Bedingungen der Bremer Baumwollbörse 1906.

Bedingungen der Bremer Baumwollbörse für den Fall der Errichtung einer Baumwollterminbörse in Bremen, 1902.

Cotton facts, a compilation from official & reliable sources of the Statistics of cotton etc. bei A. B. Shepperson, New York 1893—1907.

Cotton Crop Reviews 1880—1907, compiled and issued by the Commercial and Financial Chronicle.

Tagesberichte der Bremer Baumwollbörse.

Commercial & Financial Chronicle, New York.

Frankfurter Zeitung.

I.

Entwickelung des Warenterminhandels. Der Baumwollkontrakt. Usancen der Baumwollterminbörsen.

Wenn man die Geschichte des internationalen Handels aus den primitivsten Anfängen bis in die neueste Zeit verfolgt, aus dem Zeitalter der Segelschiffe, des Tauschverkehrs, der Karawanentransporte bis zur Erfindung der Eisenbahnen, Dampfer und Telegraphen und nach den Vervollkommnungen fragt, welche sich hierdurch herausgebildet, so fällt vor allem die fortschreitende Abnahme des Risikos auf, welches der Kaufmann übernehmen muß. Der Handelsherr der alten Zeit fuhr selbst auf seinem Segler in fremde Länder, wagte Leben, Gut und Schiff, um entweder alles zu verlieren oder reichen Gewinn bei geglückter Fahrt einzuheimsen. Der größte Teil der Kosten der Handelsgüter bestand damals in der Entschädigung für diese Unsicherheit, war — handelstechnisch gesprochen — Risikoprämie.

Die Erfindungen, die fortschreitende Kultur und internationale Sicherheit haben hierin Wandel geschaffen; jedoch auch die Ausbildung neuer zweckmäßiger Handelsformen hat zum großen Teil an dieser Entwicklung mitgewirkt.

Bereits das alte Rom kannte wie Griechenland ein dem Risiko des Überseehandels angepaßtes Kreditrechtsinstitut, das foenus nauticum oder Seedarlehen. Kam das Schiff wohlbehalten von der Reise zurück, so erhielt der Darlehensgeber ungewöhnlich hohe Zinsen, verunglückte es, so verlor er sein Recht auf Zurückforderung.

Das Aufkommen des Wechselbriefes beseitigte die Gefahren der Übersendung baren Geldes. Die Einführung der Versicherung lagernder und schwimmender Ware schützte den Kaufmann vor unverschuldeten großen Verlusten.

Durch die Vervollkommnung und Verbilligung der Transportmittel und die Verminderung der Risikoprämie mußte der Preis der internationalen Handelsgüter ein ausgeglichenerer, den Herstellungs-

und Beschaffungskosten entsprechenderer werden. In Verbindung mit der fast augenblicklichen Nachrichtenübermittelung durch Kabel und Telegraph entstand der Weltmarkt: wurde bewirkt, daß die Preisdifferenz einer Ware an verschiedenen Orten ein bestimmtes Maximum, den geringsten Teil des Preises ausmachend, nicht überschreiten kann, da sonst ein anderer Ort von der Nachfrage zum Bezuge herangezogen wird, und so ein Ausgleich stattfindet.

Allein gerade durch diesen Umstand mußte ein neues Risiko in den Vordergrund treten, die Gefahr der Preisschwankung der Ware in der Zeit, das sogenannte Marktrisiko. In der neuesten Zeit ist ja nun auch die Differenz der Kurse eines Weltartikels an verschiedenen Plätzen zu einem gegebenen Momente bedeutend kleiner, als die Preisfluktationen zu verschiedenen Zeitpunkten auf demselben Markte.

Hiergegen wurde nun eine Form des Geschäftsabschlusses gewählt, welche vor dem Marktrisiko schützte: das Zeitgeschäft. In diesem wird der Preis für die später zu liefernde Ware bereits bei Abschluß des Kontraktes fixiert; hierdurch wird es dem Käufer möglich, für spätere weitere Veräußerung und Verwertung eine sichere Grundlage zu haben. Die ursprüngliche Form des Zeitgeschäftes umfaßt daher in ihren Essentialien die Menge, die Art der zu liefernden Ware, von den Parteien individuell bestimmt, die Zeit der Lieferung und den Preis.

Ein starkes Bedürfnis ist das Zeitgeschäft nur bei jenen Handelsgütern, welche starke Preisschwankungen aufweisen, also meist bei wenig individualisierten Waren, vor allen bei Rohprodukten (Kaffee, Getreide, Wolle, Baumwolle usw.) und bei daraus hergestellten Halbprodukten (Rohzucker, Garne usw.).

Die moderne Entwicklung des Handelsverkehrs weist nun zwei deutlich ausgesprochene Tendenzen aus; die Tendenz,

den häufigen Besitzwechsel der realen Güter durch den Umlauf von Urkunden, man möchte sagen Papierrepräsentanten zu vereinfachen (Banknote und Wechsel für Gold, Lagerschein und Konnossament für Waren usw.),

für jeden Artikel einen möglichst intensiven Markt mit freier Konkurrenz des Angebots und der Nachfrage d. h. eine Börse zu schaffen.

Unter dem Einflusse dieser Tendenzen hat sich aus dem Lieferungsgeschäft der Terminhandel herausgebildet. Der Anspruch auf Lieferung der Ware zu einem bestimmten Zeitpunkte wurde als Ware an sich quasi betrachtet, und für den Handel mit diesen Rechten auf Lieferung eine Börse geschaffen.

Diese Evolution ist natürlich eine relativ langsame gewesen und die Abgrenzung zwischen handelsrechtlichem Lieferungsgeschäfte (im Gegensatz zum Termingeschäfte nach H. G. B. § 376 zu beurteilen) vom Termingeschäfte ist nicht immer streng durchzuführen. Daß auch die Definition des Deutschen Reichsbörsengesetzes von 1896 in diesem Punkte nicht erschöpfend war, bewiesen die Entscheidungen des Reichsgerichtes.

Speziell allerdings der Unterschied zwischen Effektenlieferungsgeschäft und Effektenterminhandel ist eine heikle Sache, da eben ein Effekt als solches fungibel ist; eine Bestimmung, wie die der Berliner Börse z. B., daß auf Terminkontrakt nur eigens abgestempelte Canadian Pacific shares geliefert werden dürfen, ist doch höchst unwesentlich. Entschieden klarer liegt die Sache bei Lieferungskontrakten in Rohstoffen, da hier eben meist deutlich sich erkennen läßt, ob der Wille auf Lieferung individueller (handelsrechtliches Lieferungsgeschäft) oder genereller (Termingeschäft) Ware gerichtet ist. Effekten- und Warenterminhandel unter eine gesetzliche Haube bringen zu wollen, dürfte vielleicht nicht die glücklichste Idee des an sich nicht allzu glücklichen Börsengesetzes gewesen sein.

Unter allen Waren, die international in Terminen (futures, à terme) gehandelt werden, nimmt an Wichtigkeit der Ware für die menschlichen Bedürfnisse und der Größe des Umsatzes nach neben dem Getreide die Baumwolle den ersten Rang ein. Der Baumwollterminhandel bildet wegen seiner Bedeutung und vor allem der überaus charakteristischen Entwickelung an den einzelnen Börsenplätzen das interessanteste Beispiel für die Ausbildung dieses modernen Handelsinstituts. Auch spielt in keinem Artikel die Spekulation eine so große Rolle und wurde so heftig angefeindet, als gerade hier.

Die ersten Baumwolltermingeschäfte fanden in Amerika statt und zwar nach der Zeit des amerikanischen Bürgerkrieges (1861—65); 1870 wurden hierfür in New-York feste Usancen aufgestellt; in Liverpool im Jahre 1873 (Einführung des Clearing-house 1876); in New-Orleans im Jahre 1880; in Havre datiert der Terminhandel seit Errichtung der dortigen Liquidationskasse 1882.[1])

Der Baumwollterminkontrakt muß nach dem Obengesagten ein genau formulierter Lieferungsabschluß sein, sodaß nur Preis, Quantum und Lieferungszeit, und diese nur innerhalb gewisser Grenzen,

---

[1]) Die Hamburger Liquidationskasse (gegründet 1887, von größter Wichtigkeit für Kaffee) hat ein Regulativ für Terminhandel in nordamerikanischer Baumwolle; jedoch ist Hamburg als Termin- und effektiver Markt für diesen Artikel ohne Bedeutung.

nur in welchem Monat die Lieferung stattfinden soll, im Belieben der Parteien stehen.

Folglich muß vor allem die Qualität der Ware, welche giltig geliefert werden darf, genau bestimmt und begrenzt sein. Da usancengemäß die Lieferung (delivery, livrésaison) innerhalb des vereinbarten Monats in Verkäufers Wahl steht, pflegt der Erfüllung des Geschäftes, der eigentlichen Lieferung eine Ankündigung, Andienung genannt, (notice, declaration) vorherzugehen. Bestimmungen über Zeit, Form usw. dieser Andienung, sowie der Art der Bezahlung gehören ebenfalls naturgemäß zu den Essentialien des Terminkontraktes.

Aus börsentechnischen Gründen hat man auch das Quantum usancenmäßig begrenzt, d. h. eine einheitliche Kontraktmenge, Börsenschluß genannt, festgesetzt. Nur diese oder das Vielfache hievon können gehandelt werden. Da der Terminanspruch erst in der Zukunft realisiert wird, folglich rein obligatorischer Natur ist, ohne reales Substrat, müßte naturgemäß die Bonität des Gegenkontrahenten beim Preise mitbestimmend sein; das Wesen des Terminhandels aber strebt nach Allgemeinheit, weil beim börsenmäßigen Verkehr auf die Solvenz des Gegenkontrahenten keine Rücksicht genommen werden kann, der zumeist nicht im eigenen Namen die Geschäfte abschließt. Es mußte auf die eine oder andere Weise ein System geschaffen werden, um den Anspruch der beiden Parteien sicher zu stellen und so den Terminkontrakt absolut unpersönlich zu gestalten. Durchweg bei Baumwolle gebräuchlich ist die Sicherstellung durch Hinterlegung (Einschüsse, margins, marges).

Durch seine Fungibilität wird das Termingeschäft dann zum Differenzgeschäft, wenn vor Lieferung ein Käufer das gleiche Quantum für den gleichen Termin wiederum verkauft (liquidiert), bezw. ein Verkäufer das gleiche Quantum kauft (sich eindeckt) und somit seinen ersten Kontrahenten an seinen zweiten verweisen kann, so daß nur die Zahlung der Preisdifferenz zwischen den beiden Transaktionen der Erfolg ist. Um wiederholtes effektives Liefern und Empfangen zu vermeiden, lag es nahe, statt den ersten Verkäufer an den ersten Käufer liefern zu lassen usw., bis die Ware an den letzten Käufer gelangte, die Mittelpersonen zwischen ersten Verkäufer und letzten Käufer auszuschalten und diesen nur die Regelung der Preisdifferenz zu überlassen.

Die Auseinandersetzung der Mittelpersonen geschieht durch Weitergabe der Andienung, welche der erste Verkäufer ausgibt, mittelst Indossament, wobei die Berechnung zwischen je zwei Kontrahenten oder auf Grund eines offiziellen Kündigungspreises geschehen kann. Gleichen

sich alle Engagements in der Weise aus, daß überhaupt die Erfüllung durch effektives Liefern nicht in Frage kommt, das heißt haben alle Glieder einer Transaktionsreihe innerhalb dieser Reihe als Käufer liquidiert, bezw. als Verkäufer sich gedeckt, so kann noch vor Fälligkeit ein sogenanntes „direct settlement“ oder „ring settlement“ stattfinden, wobei nur die Differenzen beglichen werden. Dies ist in New-York üblich; das Zustandekommen ist Sache des Zufalls, erscheint jedoch wahrscheinlicher, wenn man bedenkt, daß sich der größte Teil der Aufträge auf einige große Broker-Firmen verteilt, die im eigenen Namen kontrahieren.

Die Hauptschwierigkeit der Gestaltung des Warenterminkontraktes liegt in der meist doch nur beschränkten Fungibilität der Ware. Je vollkommener aber der Kontrakt ist, desto enger soll die generelle Terminware alle individuellen Qualitätsvariationen umfassen: Nun ist Baumwolle ein relativ wenig fungibler Artikel, d. h. für die Industrie, welche zu verschiedenen Zwecken verschiedene Qualitäten braucht und nur diese eben verwenden kann. Eine zu enggezogene Grenze aber würde der Natur des Termingeschäftes widersprechen, der Manipulation Vorschub leisten, und besonders den Corner (Schwänze, accaparement) begünstigen.

Prinzipiell nun gestaltet sich die Lösung beim Baumwolltermingeschäfte wie folgt: Geliefert darf werden eine Reihe von Sorten (Qualitäten, besonders nach unten begrenzt). Als Preisbasis wird eine bestimmte, mittlere Sorte angenommen und die Abweichungen der gelieferten Ware nach oben und unten entsprechend durch Auf- und Abschläge (ons & offs, écarts) vergütet.

Um des Näheren die einzelnen für das Wesen der Technik des Terminhandels und seine Entwickelung äußerst interessanten Systeme zu prüfen, müssen wir in Kürze diejenigen Faktoren betrachten, welche bei nordamerikanischer (oder überhaupt) Baumwolle preisbestimmend sind.

Die Baumwolle ist die Faser, welche den reifen Samenkern eines malvenartigen Gewächses (gossypium) umkleidet, die für die Zwecke der Industrie von diesem Kerne getrennt wird. Preisbestimmend sind:

1. Die Qualität dieser Faser (genannt Stapel, staple, soie) in Bezug auf Länge, Gleichmäßigkeit der Länge, Weichheit, Feinheit, Elastizität und Festigkeit (gegen Zerreißen).
2. Die Farbe der Baumwolle.
3. Die Reinheit der Ware, welche durch Laub-, Samen- und Kapsel-Reste, Staub, Sand, Feuchtigkeit in ihrem Werte verschieden beeinträchtigt sein kann.

Die Länge und Gleichmäßigkeit des Stapels ist Frage der Art der Pflanze, der klimatischen und Bodenverhältnisse: der Provenienz. Die nordamerikanische Baumwolle ist verschieden, obgleich im großen und ganzen gleichmäßig gestapelt. Von den einzelnen Sorten ist zunächst eine vollkommen abzusondern, die sogenannte See-Island-Baumwolle, die beste Qualität bezüglich Faserlänge (im Durchschnitt ca. 40 mm), von einer Art mit schwarzen Samenkernen stammend; jedoch Seltenheit (ca. nur 1 % der Ernte der Vereinigten Staaten) und Höhe des Preises lassen sie für den Terminhandel außer Frage kommen.

Bei den anderen Qualitäten unterscheidet man hauptsächlich:

Atlantische Baumwolle, d. h. Baumwolle, die in den Atlantischen Staaten, d. h. North & South-Carolina, Georgia gezogen und über atlantische Häfen verschifft wird.

Gulf-Baumwolle, im großen ganzen Baumwolle, die in den Golfstaaten Alabama, Louisiana, Mississippi, Tennessee, Arkansas gedeiht und über die Golfhäfen verschifft wird. Zu bemerken ist, daß Louisiana- (New Orleans-), Mississippi-, Memphis-, Arkansasbaumwolle einen generell höheren Wert besitzt als Gulfbaumwolle gemeinhin.

Texas-Baumwolle umfaßt sowohl in Texas als auch in Oklahoma und im Indian Territory gezogene Baumwolle.

Bei summarischen Bezeichnungen gilt Gulf höher als atlantische und Texas höher als Gulf. Die gewöhnliche atlantische Baumwolle wird mit einem Stapel von 7/8 bis 1 inch. (also ca. 22—26 mm) auch gemeinhin upland oder americans (auch any port) genannt.

Besonders gut gestapelte Ware wird je nach Länge in mm bezeichnet: 28, 28/29, 28/30 mm, langstapelige: 29, 29/30, 30, 30/33 mm resp. in inches (Zoll).

Auf besonders gutem Boden bei intensiver Kultur und aus selected seed wird fancy oder extra stapled cotton als Allanseed-, Peelers-, Benders-, Florodora- usw. Baumwolle erzeugt.

Die hauptsächlichsten Bezeichnungen bezüglich Farbe sind: good colour, fair colour, slightly tinged, tinged, highcoloured, stained, red, spotted usw.

Bezüglich der Reinheit unterscheidet man 7 Hauptklassen (full grades):

Fair, als höchste Klasse,
Middling fair,
Good Middling,
Middling, als Mittelklasse,

Low Middling,
Good Ordinary,
Ordinary, als niedere Klasse.
Die Unterabteilung in halbe Klassen geschieht auf folgende Weise:
in Amerika durch die Präfixe strict;
in Liverpool, Bremen usw. durch die Präfixe fully.
Bei Viertelklassen bezeichnet man die Viertelklasse
unter einer ganzen Klasse mit Präfixe barely,
über einer ganzen Klasse
in Amerika durch die Präfixe fully,
in Liverpool usw. durch die Präfixe strict.
New York, New Orleans, Liverpool, (Havre und Bremen richten sich nach Liverpool) haben Muster, standards, für die einzelnen Klassen.

Der Liverpooler Standard ist ein für allemal festgesetzt. Die Standards von New York und New Orleans sind im Allgemeinen über middling eine Viertelklasse höher, unter middling eine Viertelklasse niedriger als Liverpool. Im Handel zwischen den Baumwollstaaten und Europa sind durchwegs die Liverpooler Bezeichnungen üblich.

Bevor wir nach diesen nötigen Praemissen auf die Usancen der einzelnen Terminbörsen übergehen, erübrigt es noch, den fundamentalen Unterschied der Baumwollterminkontrakte hervorzuheben, in welcher Art und Weise über die Tauglichkeit, bezw. Qualität (um die Vergütungen im Verhältnis zur Basis festzusetzen) der gelieferten Ware entschieden wird.

In New Orleans, Liverpool und Havre geschieht dies nach erfolgter Lieferung durch Arbitration wie beim effektiven Geschäfte, wenn die Ware nach Provenienz, Stapel, Klasse usw. vereinbart ist und deren Kontraktgemäßheit durch Schiedsrichter (Liverpool) oder vereidigte Börsenorgane (Klassierer, Bremen) geprüft wird.

New York hingegen hat ein ganz anderes System, das eben die ausgebildetste Form des Termingeschäftes nach den Zwecken des Handels in genereller Ware darstellt. Dort gilt das System des sogenannten Certifizierens: alle Baumwolle, welche giltig angedient werden soll, muß unter Börsenkontrolle eingelagert, gewogen, bemustert werden; hierüber stellt die Börse eine Urkunde aus, welche dann, so lange die Ware unter Kontrolle bleibt, für ein Jahr giltig ist. Die nicht seltene Erscheinung also, daß eine bestimmte Menge, meist wenig gangbarer Qualität an der Terminbörse immer wieder zur Erfüllung von Kontrakten benützt wird, (z. B. sog. Börsenweizen) ist hier formal und offiziell zum System erhoben.

Was die Usancen der Baumwollterminbörsen anlangt, so müssen wir uns nachstehend mit den wesentlichsten Punkten begnügen.

New York.

Kontrakts-Quantum: 50 000 engl. Pfund Brutto, in ca. 100 square[1]) bales.

Termine: Gehandelt wird in Einmonatsterminen, bis auf 12 Monate hinaus.

Andienung: Die Andienung erfolgt innerhalb des Monats nach Verkäufers Wahl. Der erste Verkäufer (dessen Kontrakt noch offen ist) emittiert eine sogenannte transferable notice, in welcher er den letzten Käufer auffordert, am dritten Tage die Lieferung entgegenzunehmen. Die Andienung wird durch Indossament weitergegeben. Um den Kontrakt zu erfüllen, muß der Verkäufer dem Käufer:

1. einen indossablen Lagerschein (negotiable warehouse receipt) eines von der Börse lizenzierten Lagerhauses über die zu liefernde Ware übergeben;
2. ein Certificat der Klasse usw. der Baumwolle.

Der Lagerschein wird erteilt, nachdem die unter Börsenkontrolle eingelagerte Ware überwogen und bemustert ist; dies alles geschieht durch lizensierte Börsenorgane (duly licensed weighmasters and samplers) unter Aufsicht eines assistent, eines Mitglieds des Ressorts für die Inspektion der anzudienenden Baumwolle. Die Urkunde gibt Marke, Anzahl und das Gewicht der Ballen an. (Für je 100 Ballen je ein Exemplar.)

Die Muster werden durch das classification-commitee arbitriert, d. h. die Klasse festgestellt, worauf dem Besitzer der Ware

[1]) Der square (quadratische, besser kubische) bale, die gebräuchliche Packung nordamerikanischer Baumwolle, mit einem Gewicht von ca. 480—520 engl. Pfund, hat wenn (zweimal) gepreßt (compressed bale) ca. folgende Dimensionen: 1,6 × 0,55 × 0,8 m, Inhalt ca. 0,7 cbm. Der nur einmal leicht gepreßte Ballen (non compressed bale) ist bedeutend voluminöser. Die gepreßte Baumwolle ist mit Jutegewebe (Rupfen, Rapper, canvas, toile) umkleidet und durch mehrere eiserne Reifen (hoops, bands, cercles) zusammengehalten. Der round bale, Rundballen, ca. von der Hälfte Gewicht des square bale, ist zylindrisch, und dadurch hergestellt, daß die direkt auf einem laufenden Tuch aus der Gin (Entkörnungsmaschine) kommende Baumwolle um eine Axe aufgerollt wird, wobei durch pneumatischen Druck während des Aufrollungsprozesses eine beinahe vollständige Luftverdrängung stattfindet. Die Verpackung besteht nur aus jute-bagging. Obwohl für letztere Art viel Propaganda gemacht wird, ist die sqare-Packung die durchaus herrschende, stellt allerdings die unbequemste, schlampigste und unökonomischste unter allen Baumwollverpackungen dar; die ägyptische, indische usw. ist bedeutend sorgsamer und zweckmäßiger. In Amerika bevorzugen die Spinner durchaus die nichtgepreßte Baumwolle, nehmen daher auch gegen den Rundballen Stellung, bei dem überdies das Ziehen von Mustern sehr erschwert ist.

hierüber ein Certificat ausgehändigt wird, welches den Namen des Lagerhauses, die Marke usw., die Anzahl Ballen jeder Klasse angibt, bescheinigt durch die Unterschrift des sogenannten inspector-in-chief, des Vorstandes dieses Börsenausschusses oder eines Vertreters.

Bezüglich der Entscheidung über Klasse ist eine Berufung an das appeall-comitee zulässig.

Dieses Certifikat gilt für ein Jahr, sofern die Baumwolle unter Börsenkontrolle bleibt, d. h. keine Überführung in ein anderes Lagerhaus ohne Aufsicht vorgenommen wird oder den einzelnen Partien (lots) keine Ballen entnommen werden. Die Börse garantiert zudem die Richtigkeit dieser Urkunde bez. der Klassifikation.

Bei Übergabe der Ware durch Aushändigung der beiden Urkunden an den letzten Käufer hat die Bezahlung zu erfolgen. Mangelndes Gewicht, sofern 500 Pfund überschreitend, wird nach Tageskurs für middling (spot quotation) vergütet mit 1/4 ct. Strafe.

Die Basis ist middling, die Andienungsgrenze fair bis good ordinary, wenn tinged bis strict good ordinary, wenn stained bis low middling (nun geändert, siehe unten!)

Eine bestimmte Provenienz ist nicht bestimmt, der Kontrakt lautet auf „cotton growth of the United States.“

Eine Stapelvergütung ist vorgesehen: sofern mindestens 80 % einer Partie (50 000 Pfund) einen besseren Stapel als 1 inch (25,4 mm) aufweisen, kann der Besitzer dies beim Klassifikationskomitee anmelden und es wird eine Vergütung von höchstens 1/4 ct. pro Pfund festgesetzt.

Die Verrechnung für andere als middling angediente Klassen geschieht nach Angaben des Certifikates auf Grund einer festen Skala, welche jährlich Anfangs September festgestellt und ev. Ende November revidiert wird. Als Beispiel geben wir die für die Jahre 1906/07 und 1907/08 giltigen Auf- und Abschläge (ons and offs):

	11. Sept. 07.	21. Nov. 06.	
fair	1,75	2,00	cts. on
strict middling fair	1,35	1,75	„ „
middling fair	1,25	1,50	„ „
barely middling fair	1,00	1,25	„ „
strict good middling	0,75	1,00	„ „
fully good middling	0,62	0,88	„ „
good middling	0,50	0,76	„ „
barely good middling	0,37	0,57	„ „
strict middling	0,25	0,38	„ „

	11. Sept. 07.	21. Nov. 06.	
middling	Basis		
strict low middling	0,30	0,14	cts. off
fully low middling	0,65	0,32	" "
low middling	1,00	0,50	" "
barely low middling	1,25	0,70	" "
strict good ordinary	1,50	0,90	" "
fully good ordinary	1,75	1,07	" "
good ordinary	2,00	1,25	" "
strict good middling tinged .	0,35	0,30	cts. on
good middling tinged . . .	Value of Middling		
strict middling tinged . . .	0,20	0,06	cts. off
middling tinged	0,30	0,12	" "
strict low middling tinged .	1,00	0,46	" "
low middling tinged	1,50	0,90	" "
strict good ordinary tinged .	2,00	1,25	" "
fully middling stained . . .	1,00	0,42	" "
middling stained	1,25	0,50	" "
barely middling stained . .	1,75	0,78	" "
strict low middling staind . .	2,25	1,50	" "
fully low middling stained .	2,62	1,75	" "
low middling stained . . .	3,00	2,00	" "

Ab 1. Januar 1908 ist die Zahl der Klassen vermindert, es fielen alle Viertelklassen weg (die fully- und barely-Klassen) die niederste andienbare tinged-Klasse ist strict low middling, ab 1. April 1908 low middling, die niederste stained-Klasse middling.

Zur Anwendung kommt diejenige Skala, welche am Nachmittage vor Ausgabe der transferable notice (am 4. Tage vor der delivery) in Geltung ist.

Bezüglich der Nachschüsse unterscheidet man das original deposit in Höhe von 1—5 Dollars pro Ballen (Wert des Ballens ca. 35—60 Dollars also ca. kaum 10 %), welches auf Wunsch einer Partei von beiden Kontrahenten erlegt werden muß, und die margins for variations, welche von der Partei, für welche sich der Markt ändert, in Form von certified cheks eingefordert werden.

Die Abwicklung zwischen Mittelpersonen, die eine Transaktion bereits vor Fälligkeit durch Gegentraktion ausgeglichen, geschieht wie erwähnt, auf Grund des Kontraktgewichts durch Indossament der transferable notice, (hierfür ist ein Clearinghouse fakultativ vorgesehen), wenn nicht bereits vorher ein direct settlement stattgefunden hat.

Die New Yorker Notierung lautet pro 1 Pfund engl. (Brutto) in Cents und 100stel Cents.

New Orleans.

Der Hauptunterschied zwischen New York und New Orleans besteht in der bereits erwähnten Bestimmung, daß hier die Baumwolle nach erfolgter Lieferung arbitriert wird: Basis middling, Differenzen werden nach den gezahlten Lokopreisen für die verschiedenen Qualitäten (wie Liverpool) bestimmt und bei Änderung dieser revidiert. Sonst sind die Bestimmungen bezüglich Gewicht, Andienungsgrenzen fast gleichlautend. Als hauptsächlichste Abweichungen sind zu bemerken:

die Andienung (transferable notice) erfolgt 5 Tage vor Lieferung;

die Lieferung erfolgt aus höchstens zwei Baumwollpressen oder Eisenbahndepots in New Orleans.

Bezüglich der Qualität ist ausdrücklich bestimmt, daß Käufer alle sandige, feuchte oder rote oder beim Egrenieren im Stapel stark beschädigte (sandy, dusty, red or gin-cut) Baumwolle zurückweisen darf. Unter feuchter Baumwolle verstanden solche, welche mehr als um ½ ct. hierdurch pro Pfund im Werte gemindert ist, unter sandiger, welche mehr als 1 % Sand enthält.

Notierung, wie New York.

Liverpool.

Kontrakts-Quantum: 48 000 Pfund Netto, in ca. 100 Ballen; Berechnung der Tara: Gegenwiegen der Reifen, Berechnung von 4 % für Rapper (dieselbe Tara gilt auch für andere Kontrakte in effektiver Ware bei nordamerikanischer Baumwolle, desgleichen hat Bremen diese Tarabestimmung).

Termine: Gehandelt wird in Doppelmonaten, ebenfalls bis auf ein Jahr hinaus. Jeder Monat erscheint doppelt, z. B. März/April, April/Mai, Mai/Juni usw. Sofern der eine Monat abgelaufen, erscheint der betr. Termin natürlich als Einmonatstermin, z. B. im März: März, März/April, April/Mai usw.

Andienung: erfolgt durch Ausgabe eines „docket“ (declaration), welches die Märke der Ballen, den Namen des Schiffers (Lagerhauses) usw. angibt. Die Lieferung und Abnahme kann und muß spätestens innerhalb 10 Tagen gefordert werden. Es darf höchstens aus zwei Lagerhäusern geliefert werden, die Einheit (100 Ballen) darf höchstens aus 3 (früher 4) lots (Partien einer Qualität) bestehen. Die Ware wird gewogen und durch Arbitration festgestellt, wie weit unter oder über Basis.

Basis ist middling upland, folglich kommt bei der Arbitration Stapel und Klasse in Betracht; angedient darf werden jede nordamerikanische Baumwolle, jedoch nichts unter good ordinary.[1]) Die Verrechnung erfolgt nach der Loco-Notiz, welche täglich mittags durch vereidigte Kursmakler (sworn brokers) aufgestellt wird, d. h. für jede Qualität wird diejenige Differenz der Basis zu- oder abgeschlagen, welche zwischen loco middling und der betreffenden Klasse loco festgestellt wurde (sog. commercial differences); die Stapelvergütung erfolgt ebenfalls nach momentan giltigen Marktpreisen.

Die Kaufsumme muß vor Ablieferung bar bezahlt werden. Eine Berufung gegen die Arbitration ist zulässig und definitiv. Gewichtsabweichungen werden bis zu 1000 Pfund mit Tageskurs, über 1000—3000 Pfund nach Tageskurs mit 12/100 d. pro Pfund Strafe, bei über 3000 Pfund mit 25/100—50/100 d. pro Pfund Strafe über und unter Tageskurs vergütet bezw. hat Käufer das Recht, alle Ballen, welche das Kontraktgewicht überschreiten, zurückzuweisen.

Die Einforderung der Margen geschieht auf Grund des Systems der sog. weekly settlements durch das Clearinghouse. Jeden Montag Mittag um 11 Uhr werden offizielle Kurse (striking prices) für alle Positionen aufgestellt. Die Parteien, welche offene Engagements haben, reichen Verzeichnisse ihrer Verpflichtungen ein und zahlen am Donnerstag (settlement day) die entsprechenden Margen ein. An diesem Tage werden auch alle closed contracts (durch Gegenkontrakt sich aufhebende Engagements) ausgeschieden (ring out). Hierdurch sind allerdings die Kontrahenten noch nicht aller Verpflichtungen entbunden, haften z. B. im Falle, daß ein Glied der Kontraktkette, der sie angehören, insolvent wird, entsprechend den Indossataren eines Wechsels, da das Clearinghouse keine Garantie bezüglich der Erfüllung übernimmt.

Notierung lautet auf 1 Pfund engl. (Netto) in Pences und 1/200 d.

Havre.

Kontraktsgewicht: 11 000 kg Netto in ca. 50 Ballen, Taraberechnung wie in Liverpool.

Termine: Gehandelt wird in Einmonatsterminen.

Andienung: erfolgt durch Ausgabe einer „filière", welche minimum in 48 Stunden und 5 Tagen maximum die Lieferung ankündigt.

---

[1]) Die Bestimmungen der Liverpool Cotton Assotiation geben die Möglichkeit, eine höhere Klasse als niederste festzusetzen; die zu Terminzwecken gebräuchliche Klausel lautet auf g. ord. (in Kursberichten daher beim Liverpooler Kurse oftmals vermerkt: good ord. Klausel).

Ist eine filiére 5 Tage vor Schluß des Monats oder später ausgegeben, so hat der Verkäufer mit der Lieferung zu warten bis die Urkunde durch Indossament an den letzten Verkäufer gelangt ist. Die Indossierung hat innerhalb angemessener Zeit (temps moral neccessaire) zu erfolgen. Die Arbitrage geschieht nach den Standards des Syndicat du Commerce en Cotton. Die Abrechnung zwischen den Mittelpersonen geschieht auf Grund des Kontraktgewichtes von 11 000 kg Übergewicht, nicht über 300 kg, wird vom letzten Käufer laut Arbitrage nach Tageskurs direkt dem ersten Verkäufer vergütet. Solange die Ware nicht arbitriert ist, ist auf der Urkunde zu vermerken: „filiére en cours d'arbitrage." Käufer hat das Recht, innerhalb 48 Stunden eine Contrearbitage zu verlangen. Ist die Arbitration rechtskräftig beendet, so hat die Urkunde hierüber (bulletin définitif) die Bedeutung des New Yorker Certificats: so lange die Baumwolle im gleichen magasin public bleibt, und die Differenzen (écarts) nicht geändert worden.

Basis: Basis ist middling, Provenienz: „Cotton des Etats unis ambarqué des ports du Golfe diréctement pour le Havre." Jedoch kann auch atlantische Baumwolle angedient werden. Es wird jedoch eine Strafvergütung (pénalité) von 0,50 Frs. pro 50 Kilo verrechnet.[1]) Angedient kann werden von middling fair bis low middling; tinged, stained oder red, wenn nicht im Werte tiefer als low middling (white). Die Lieferung (livraison) hat aus einem Magazin public zu erfolgen. Stapelvergütung als solche ist nicht vorgesehen, wird aber wohl von den Arbitratoren meist stillschweigend berücksichtigt.

Die festen Differenzen (écarts) sind (für 50 kg):

für	low middling	Frs.	2,00	moins	(ab)
„	fully middling	„	1,50	plus	(auf)
„	good middling	„	2,50	„	„
„	fully good middling . .	„	3,25	„	„
„	middling fair	„	4,00	„	„

Diese écarts werden von Monat zu Monat neu festgesetzt, eine ev. Modifikation gilt erst für den nächsten noch nicht gehandelten Monat. (Diese Differenzen sind auf den Schlußscheinen abgedruckt.)

Alle Transaktionen geschehen durch Vermittlung der Liquidationskasse (caisse de liquidation), welche jedem Käufer und Verkäufer

---

[1]) Vor 1. Februar 1907 wurde auch der Marktpreisunterschied zwischen atlantischer und Gulfbaumwolle zu Lasten des Verkäufers verrechnet.

gegenüber als Gegenkontrahentin auftritt und die Erfüllung des Kontraktes (Lieferung/Abnahme oder Zahlung der Differenzen) garantiert. Sie besorgt die Einforderungen der Depots und Margen.

Eine Reihe von Bestimmungen, welche im Falle zu großer Engagements einzelner Häuser die Liquidationskasse ermächtigt, höhere Margen zu fordern, sucht die Manipulation einzuschränken; Bestimmungen, daß im Falle der Zerstörung eines Drittels des Havreser stock durch eine vis major oder im Falle Streiks usw. die Lieferung hinausgeschoben werden darf, suchen dem Corner in diesen Fällen vorzubeugen.

Die Notierung lautet für 50 kg in Frs. und Centimes.

Die Bestimmungen der Börsen über Untergang und Entwertung der Ware durch Feuer, Wasser usw., die Regelung der Schiedsgerichte, der Formalien mußte und konnte übergangen werden. Bei der enormen Menge Transaktionen in Terminen wird sich kaum mehr ein Fall ausdenken lassen, der nicht bereits geregelt oder präjudiziert wäre.

II.

Baumwollkultur und -Handel. Prinzip der Versicherung durch Termintransaktionen. Theoretische Struktur des Terminmarktes.

Das Baumwollgebiet der Union (cotton belt) wird umgrenzt einerseits vom 37. Grad nördlicher Breite und 100. Grad westlicher Länge von Greenich, andererseits vom atlantischen Ozean und vom Golf von Mexiko und umfaßt die Staaten Nord- und Süd-Carolina, Georgia, Louisiana, Arcansas, Mississippi, Tennessee, Texas, Oklahoma und das Indian Terrytory.

Man rechnet in Amerika die Baumwollsaison vom 1. September bis 31. August, in England und auf dem Kontinent vom 1. Oktober bis 31. September.

Die Bearbeitung des Bodens beginnt Ende Januar bis Anfang März, die Aussaat des Samens (obwohl die Baumwollstaude in frostfreien Ländern perenniert, ist jährlich neuer Anbau für den Ertrag rationeller und in Amerika durchweg gebräuchlich) Mitte April und dauert bis Mitte Mai. Von den aufgegangenen Keimlingen werden nur die gut entwickelten stehen gelassen, die schwachen entfernt. Die Pflanze entwickelt sich und erreicht eine Höhe von 2—2,50 m. Der Beginn der Blüte fällt zwischen Ende Juni und Anfang Juli. Das Blühen dauert meist wochenlang, da nicht alle Knospen auf einmal sich öffnen. Nach Abfallen der Blüten bleibt ein kleiner knotenartiger Fruchtansatz, der sich zu einem sogenannten Bollen (boll) entwickelt und ca. 6—8 Samenkörner enthält. Sechs Wochen ca. nach der Blüte springen diese Kapseln auf, wobei die Fasern, welche die Kerne umgeben, hervorquellen und sich nun, wenn vollkommen reif, leicht mit der Hand herausnehmen lassen.

Das Ernten (picking) das heißt das Pflücken der Fasern samt Kernen beginnt zwischen dem 1. August (Texas) und 1. September, im allgemeinen in 3 Etappen:

1. bottom crop (Grundernte),

2. middle crop (Mittel- oder Hauptternte),

3. top crop (Spitzenernte), was je nach den Staaten bis spät in den Januar hinein (Tennessee, Arcansas) dauert.

Das Ergebnis der Ernte ist im höchsten Grade von der Witterung abhängig: sowohl ein später, als ein regnerischer Frühling verzögert den Anbau; die Witterung während der Blütezeit ist von höchster Bedeutung. Das Auftreten der ersten starken Nachtfröste (killing frosts), meist zwischen Mitte November bis Anfang Dezember, tötet die Pflanze und verhindert das Ausreifen der bereits sich entwickelnden Kapseln. Qualitativ geschädigt wird die Baumwolle durch Regen, (Verfaulen der Bollen und Verfärben der Faser, wovon die niederen Grade vor allem die tinged- und stained-Sorten herrühren,) durch Stürme usw. besonders während der Zeit der Ernte. Außerdem gibt es eine Reihe animalischer Feinde, von denen vor allem der berüchtigte boll-weewil, aus Mexiko stammend, die Ernte oftmals infestierte und deren Ertrag bedeutend reduzierte.

Vor dem Bürgerkriege (1861—65) lag der Baumwollbau fast ausschließlich in den Händen großer Plantagenbesitzer, welche durch Farbige die Latifundien bewirtschafteten. Die Aufhebung der Sklaverei hat zwar die Kulturform auf großen Bodenflächen nicht vollständig beseitigt, und am Mississippi und dessen Delta hat sich die Plantage noch erhalten, auch auf die Arbeit der Neger basiert; doch partizipieren diese am Gewinne und bekommen von den Besitzern Grund und Boden, Wohnhaus, Arbeitsgeräte und -Tiere gestellt. Den Gegensatz bildet der kleine Farmer, welcher mit seinen Hausangehörigen die Feldarbeit selbst besorgt.

Die eingesammelte Baumwolle samt den Kernen (seed cotton) wird von den Farmern und Plantagenbesitzern nun entweder in eigene oder fremde ginneries gegeben: Die Fasern werden dort mittels Maschinen[1]) von den Samen getrennt (sog. ergrenieren, gin) und kommen leicht gepreßt, mit Packleinwand und Stricken oder eisernen Banden umgeben in Ballen in den Handel (lint cotton). Aus den Samenkörnern wird das sogenannte cotton-seeds-oil gepreßt, eine ergiebige Industrie und für die Pflanzer durch Verkauf der Samenkörner ein guter Nebenverdienst (15—20 Dollars pro Tonne).

---

[1]) Die Erfindung des Gin (meist Sägeegreniermaschine) durch Ellen Whitney (ca. 1792), verbessert durch Hodgni Holmes, bildete für die Baumwolle, welche hierdurch erst im größeren Umfang für die gerade damals sich entwickelnde mechanische Textilindustrie verwertbar wurde, das Fundament ihrer Machtstellung.

Der Verkauf der Baumwolle durch die Pflanzer an den Handel gestaltet sich verschieden. Größere Plantagen pflegen nach Qualitäten Lose zu bilden und nach Proben durch den cotton-factor (Banquier der kleinen Städte im Innern) den Baumwollhandelsfirmen anzubieten. Die Farmer fahren ihre Ware meist selbst nach dem nächsten Markte und verkaufen sie dort an die sogenannten „cotton-buyers“ (Aufkäufer), welche als Agenten oder Angestellte größerer Handelshäuser das Geschäft meist kommissionsweise ausüben. Diese, sowie besonders die Faktorbanken geben auch den Pflanzern verzinsliche Vorschüsse auf die Ernte (bis zu 10 Dollars pro Ballen).

Den Weg, den die Baumwolle nun nimmt, teilt sich (nach den Usancen der amerikanischen Statistik) folgendermaßen; sie geht:

1. in die südlichen Spinnereien (Southern spinners taking),

2. teils über Land (overland movement) zu den nördlichen Spinnern (ca. die Hälfte des Bedarfes der letzteren),

3. wird in die Häfen (arrivals at ports) transportiert zum Verschiffen, teils nach dem Norden, teils nach den Ländern außerhalb der Union.

Der Größe des Exports nach nach außeramerikanischen Ländern rangieren die Häfen von über 250 000 Ballen Export wie folgt: (Saison 1906/07; Fin. & Com. Chr., Crop Review 1907):

Galveston (Golf)	3 481 653	Ballen
New Orleans „	2 072 387	„
Savannah (Atlantischer Ozean)	1 068 867	„
New York „ „	493 005	„
Wilmington „ „	317 507	„
bei einem Gesamtexport von	8 527 228	Ballen.

Vor der Verschiffung wird die Baumwolle noch einmal gepreßt (compressed bales) um das Volumen auf ein Minimum zu reduzieren.

Der Handel zwischen Exporteur und den Baumwollhändlern Englands und des Kontinents (die amerikanische Statistik faßt unter Kontinent alle nicht großbritannischen Länder zusammen) vollzieht sich fast durchweg auf der Basis des sogenannten „cif und 6%“-Vertrages (auch cf und 6%), das heißt Verkäufer trägt Kosten, Fracht, Versicherung (bzw. letztere der Käufer) bis zum Eintreffen des Schiffes in den Bestimmungshafen; die Tara wird mit 6% vom amerikanischen Bruttogewicht fakturiert, die Baumwolle nach Klasse, Stapel und Farbe entweder zur Verschiffung oder schwimmend ver-

kauft. Die Zahlung erfolgt durch Tratte, welche der Exporteur zu Lasten des Käufers zieht, 60—90 Tage Sicht.[1])

Die Festsetzung des Preises kann auf zweifache Weise erfolgen: Entweder macht der Exporteur eine feste Offerte, zum Beispiel 6 Pence pro Pfund oder eine Offerte mit so und sovielen Liverpooler oder New Yorker Punkten Aufschlag auf einem gegebenen Terminmonat (Basis + on) d. h. der definitive Preis wird fixiert unter Annahme einer offiziellen Terminnotierung z. B. nächstfolgender Tag New Yorker Anfangskurs oder Schlußkurs usw. plus der bedungenen Aufzahlung.

Die hauptsächlichsten Handelsplätze, von denen aus die importierte Baumwolle den Spinnereien zudirigiert wird, sind (über 100 000 Ballen Umsatz; Saison 1906/07; Fin. & Com. Chron., Crop Review 1907):

Liverpool	3 251 481	Ballen
Bremen	2 034 051	"
Havre	863 178	"
Genua	444 838	"
Manchester	428 470	"
Barcelona	250 837	"
Japan (Land)	247 796	"
Antwerpen	137 369	"
Canada (Land) . . .	127 273	"

---

[1]) Die Finanzierung des Geschäftes erfolgt auf folgende Weise: Der Exporteur zieht zu Lasten des Verkäufers auf ein Europäisches Bankhaus eine Tratte: diesem werden Konossament, Fakturaabschrift, Versicherungspolice, welche dem Inhaber des Wechsels ein Pfandrecht an der Ware einräumt, beigefügt und befestigt. Diese Dokumente werden an einen südlichen Provinzbankier negotiiert und von diesem meist an ein New Yorker Bankhaus weiter gegeben. Von dort aus wird der Wechsel der europäischen Bank zum Akzepte vorgelegt; durch die Akzeptierung erhält dieses Institut das Verfügungsrecht über die Schiffspapiere usw., belastet den Käufer der Baumwolle für den Verfalltag der Tratte im Konto-Korrent und übersendet diesem die Papiere, welche ihn zur Empfangnahme der verschifften Baumwolle ermächtigen.

Das Pfandrecht des Inhabers des Wechsels (Indossatar, Bankhaus) schützt diesen nicht vor Verlusten, welche aus betrügerischen Handlungen, Irrtümern usw. sich ergeben können. Eine Anzahl von Formen dieser cotton bills, vor allem die sogenannte „Ocean bill“ welche hauptsächlich bei Exporten aus dem Innern von Texas gebräuchlich ist, hat zu Einsprüchen der Baumwollhändler Anlaß gegeben. Die Bremer Baumwollbörse und die Liverpool Cotton Association, die Bourse du Havre, sowie die Großbanken sind behufs Abschaffung dieser Mißbräuche mit Reformvorschlägen zu einer energischen Handlung zusammengetreten.

Die Transaktionen zwischen Händler und Spinner haben verschiedene Formen. Die Ware wird teils lagernd nach Muster (sample) oder Klasse gekauft (eigentliches Loko-Geschäft), teils die Lieferung auf einen bestimmten Monat vereinbart. Die Bestimmungen bezüglich Stapel, Klasse, Farbe, Tara und Zahlung werden verschieden gewählt, die meisten Plätze haben jedoch ihre feststehenden Usancen, von denen selten abgewichen wird. Von den vorhergehend aufgeführten Plätzen von über 100 000 Ballen Umsatz kommen hier vor allem New York, New Orleans, Havre und Liverpool als Terminmärkte in Betracht, außerdem noch der größte deutsche Handelsplatz und zugleich zweitgrößte Importplatz für Baumwolle, die Hansastadt Bremen.

Für das Verständnis späterer Abschnitte ist eine kurze Charakterisierung dieser Märkte notwendig.

New York hat als Markt in effektiver Ware weniger Bedeutung. Die Entfernung vom Produktionslande im Vergleich zu den anderen Häfen lassen New York als Exporthafen als nebensächlich erscheinen; als Handelsplatz für die Bedürfnisse der nördlichen Textilindustrie der Vereinigten Staaten (hauptsächlich um Boston konzentriert, Fall River), fehlt es an Hinterland. Nur der kolossale Reichtum und Unternehmungsgeist der New Yorker Spekulanten und ihrer finanziellen Hintermänner, die Konzentration des Kapitals und der Intelligenz geben New York als Terminmarkt an Umsatz und Bedeutung den ersten Rang.

New Orleans als bedeutender Exportplatz, mitten im Baumwollgebiete liegend, hat den größten Lokomarkt der Union und die dortigen Preise sind für effektive Ware maßgebend.

Derjenige Platz, welcher direkt den Bedürfnissen des Konsums seine Bedeutung verdankt, ist Liverpool. Die nahe Entfernung der Spinnereien hat hauptsächlich dem Kaufe lagernder Ware nach Muster (sample) die Entstehung gegeben, welches Geschäft dem Spinner punkto Brauchbarkeit der Qualität die größte Garantie bietet. Nach den Berichten des Baumwollkongresses in Bremen umfaßt der Kauf nach Muster 90 % des dortigen Umsatzes in effektiver Ware.

Havre zeigt bezüglich des Lokokaufes ähnliche Verhältnisse wie Liverpool und besitzt ebenfalls eine Terminbörse.

Bremen, das fast $^2/_3$ soviel umsetzt, wie Liverpool (ohne Manchester gerechnet) hat durch Errichtung der Baumwollbörse am 22. Dezember 1872 diese hervorragende Stelle errungen. Hervorgegangen aus den Vereinbarungen von Händlern und Industriellen, bietet sie im handelsreichen Lieferungsgeschäfte (ca. 90 % der Verkäufe durch Bremer Firmen sind auf Lieferung) nach Klasse und sonstigen Be-

zeichnungen und durch die Möglichkeit, die Baumwolle dort arbitrieren zu lassen, für einen großen Teil des Kontinents, so vor allem für Deutschland, Österreich und die Schweiz Verkaufsbedingungen, die den Ansprüchen der Spinnereien im vollen Maße Gewähr leisten. Die Bremer Händler, durch Agenten in den Industriezentren vertreten, bieten ihre Ware auf Grund täglich neu festgesetzter Preise (Notierung in Pfennig pro $^1/_2$ kg) den Spinnern nach Monat, Klasse, Stapellänge an, meist 5% Tara, franko Waggon Bremen, netto Kassa oder zahlbar mit drei Monaten Rembours. Ist, was meist geschieht, eine bestimmte Klasse vereinbart[1]) oder, daß nichts unter einer gewissen Klasse geliefert werden darf, so kann der Käufer nach den Bedingungen der Bremer Baumwollbörse, sofern die gelieferte Sorte schlechter ist, die Baumwolle in der Börse durch vereidigte Klassierer arbitrieren lassen. Bei geringen Abweichungen wird dem Käufer die geringere Qualität vergütet, bei stärkerem Abfall muß der Händler noch einen oder zwei Strafpfennige pro $^1/_2$ kg zahlen, eventuell kann auch der Käufer den Vertrag regulieren (close the contract, vergl. Selbsthilfeverkauf) das heißt den Kauf durch Verkauf zum Tagespreise plus $^1/_2$ Pfennig Strafe zu Lasten des Händlers schließen.

Neben dem Geschäft nach Muster loco und auf Lieferung mit fester Offerte hat sich in letzter Zeit, besonders in England das sogenannte „on-call-Geschäft" entwickelt, das eine Analogie zum Kaufe „Basis + on" bildet.

Auf Grund Kontraktes mit einer Firma hat der Käufer das Recht, zu bestimmten Perioden auf Grund offizieller Terminnotierung effektive Ware nach Merkmalen vereinbart in bestimmter Menge, wenn ihm der Preis günstig erscheint, mit einer festen Auszahlung (on) auf die Basis abzurufen.

Bei den großen Preisschwankungen, welchen die Rohbaumwolle unterliegt, würde das Geschäft der Händler ohne die Möglichkeit der Versicherung ein rein spekulatives sein. Die Fluktuationen des Marktes, ohne alle Regelmäßigkeit auftretend, zeigen sich am deutlichsten durch einen Blick auf die Preisstatistik der letzten Jahre und lassen eine sichere Vorausbestimmung auf längere Perioden vollkommen ausgeschlossen erscheinen. Die Möglichkeit, das Risiko durch eine hohe Prämie auszugleichen, scheitert an der Stärke der Schwan-

[1]) Die Klasse (z. B. good middling) versteht sich fast durchwegs beim effektiven Geschäft als even running oder even rolling (abgek. e/r = gleichlaufend), d. h. mit einem höchsten Spielraum einer halben Klasse nach oben und unten (fully middling/fully good middling) mit durchschnittlichen Wert von good middling.

kungen und der Unmöglichkeit des reellen Händlers mit dem spekulativen, der stets die Prämie möglichst niedrig wählen würde, zu konkurrieren.

Hier ist das Termingeschäft in fast absolut sicherer Weise in der Lage, das Marktrisiko auszuschalten, auf Grund der Tatsache nämlich daß, wenn auch die Terminnotierung niedriger steht, als die der hauptsächlich im Handel gangbaren Qualitäten (ungefähr middling bis fully good middling), dennoch zwischen beiden Notierungen die Spannung verhältnismäßig konstant ist, Baumwolle als solche: größte Schwankung in letzten zehn Jahren; 9,80 cts. (= 16,65—6,85) im Jahre 1904; dagegen größte Schwankung der Spannung zwischen Termin und einer effektiv gangbarer Ware kaum ca. 1 ct.

Diese Versicherung basiert auf folgenden Prinzipien: Wer Rohmaterial oder aus Rohmaterial gefertigte Waren, also Garne oder Baumwollgewebe hält, ohne hierfür einen Käufer zu haben oder bereits auf Grund eines Lieferungsgeschäftes die Garantie eines Preises hat, verkauft die gleiche (bzw. die dem Wert des Fabrikats entsprechende) Menge in Terminen (futures). Sobald er die effektive Ware verkauft, deckt er dann durch Terminkauf seinen Kontrakt ein, welcher auf diese Weise den vorhergegangenen Terminverkauf abschließt. Ist unterdessen die Baumwolle gestiegen, so gewinnt er allerdings an der effektiven Ware, verliert hingegen den gleichen Betrag (unter Voraussetzung gleichgebliebener Spannung zwischen Termin- und Effektivnotierung) auf dem Terminmarkte. Fällt aber der Preis, so ist das umgekehrte der Fall: er verliert an effektiver Ware, kann dafür aber seinen Verkaufskontrakt billiger eindecken. Sein Risiko beschränkt sich daher lediglich auf die Schwankung der Spannung zwischen Terminpreis und Preis für effektive Ware. Der technische englische Ausdruck für diese Termindeckung heißt hedge (= Hecke, Einzäunung des Risikos). Die Größe der Spannung zwischen Termin- und effektivem Preise (Aufschlag), welche für den Handel von größter Bedeutung ist, für die Industrie aber von geringfügigem Belang, ist der Besprechung für später vorbehalten.

Eine Risikoversicherung liegt auch im sogenannten Deckungsterminkauf: auf Grund eines festen Preisangebotes schließt z. B. ein Händler oder Spinner einen Baumwoll-(Garn-)Lieferungskontrakt ab, ohne das nötige Rohprodukt zu besitzen. Statt dessen kauft er zur Zeit des Abschlusses das entsprechende Quantum Terminkontrakte. Sobald er in der Lage ist, effektive Ware in gewünschter Qualität

hereinzunehmen, liquidiert er sein Termin-Lang-Interesse.[1]) Nach den gleichen Prinzipien bei ungefähr konstanter Spannung zwischen Termin- und Lokonotierung kann er nun die Baumwolle zu einem Preise kaufen, die dem dem Vertragsabschluß zu Grunde liegenden Preis entspricht.

Aus dem Vorhergehenden ergibt sich:

Es erscheinen auf dem Terminmarkte als Käufer:

Händler, welche einen Lieferungsvertrag geschlossen, ohne die effektive Ware zu besitzen (meist bei Verkauf neuer Ernte, bevor diese noch eingebracht ist);

Spinner, welche einen Garnkontrakt geschlossen, ohne sich sofort mit Rohmaterial decken zu können, oder solches nicht lange einlagern wollen;

Weber, welche mit einem Engrosgewebehändler Kontrakt geschlossen, ohne sich sofort in Garnen eindecken zu können;

Engrosgewebehändler, welche Ware an Detailgeschäfte zu liefern versprochen, ohne solche sofort beziehen zu können oder ihrerseits bereits durch Kontrakt mit Webern gedeckt zu sein und nun durch Terminkauf sich gegen Preisschwankungen sichern usw. usw.

Als Verkäufer: alle jene, welche ihre lagernden Bestände, für die sie keinen Käufer gefunden, also die Händler das Rohmaterial, die Spinner ihre Garnbestände, die Weber Gewebevorräte usw. durch Terminverkauf gegen Baisse versichern.

Als Terminverkäufer kann auch der Pflanzer erscheinen, da er ja, wenn auch sein Ertrag noch nicht eingebracht ist, Baumwolle auf neue Erntetermine verkaufen kann; der Fall ist wohl denkbar, daß z. B. im Sommer wegen schlechter Wetternachrichten die Preise bedeutend steigen, während der individuelle Pflanzer auf einen guten Ertrag hoffen kann. Es liegt nun sehr nahe, daß er diese Konjunktur ausnützt und durch Verkauf von Terminware sich diesen Preis für die später zu erntende effektive Ware garantiert. Ein Andienen seiner effektiven Baumwolle auf Grund des Terminkontraktes ist ebenfalls hier nicht notwendig.

Diese Termingeschäfte pflegt man im Gegensatz zu den spekulativen „legitime“ zu nennen und es ergibt sich die für die Beurteilung des Terminhandels überhaupt sehr wesentliche Frage, ob aus

---

[1]) Von Käufern auf den Terminmarkte sagt man, daß sie ein Lang-(long)-Interesse, von Verkäufern, daß sie ein Kurz-(short)-Interesse haben.

diesen legitimen Kauf- und Verkaufsanträgen ein Markt sich zusammensetzen kann, ohne daß spekulative Elemente notwendiger Weise eingreifen müssen.

Um diese Frage näher zu prüfen, bedarf es der Einfachheit halber einer Annahme, welche zwar praktisch nicht zutrifft, allein hier fiktiv und für die Richtigkeit des folgenden Gedankengangs ohne allen Einfluß ist: der Annahme nämlich, daß die Spannung zwischen einer bestimmten Sorte effektiver Ware und der gleichzeitigen Terminnotierung eine konstante ist, z. B. für New Yorker Notierung von 0,50 cts., d. h. einem Preise von 10 cts. für effektive Ware entsprächen 9,50 cts. Terminnotiz. Desgleichen kann von der Unterscheidung der verschiedenen Qualitäten effektiver Ware Abstand genommen werden, da ja nur effektive Ware als solche im Gegensatz zum Terminkurse in Betracht gezogen wird.

Angenommen nun, ein Exporteur kaufe durch verschiedene Agenten 1000 Ballen Baumwolle zu 10 cts. und als Deckung, da er noch keine Abnehmer hat, verkauft er sofort Termin zu 9,50 cts. Einige Zeit darauf verkauft er diese effektive Ware um 11,30 cts. auf Verschiffung an einen Liverpooler Händler, deckte nun durch Terminkauf sein Kurzinteresse um 10,80 cts. ein. Am Verkaufstage machte nun der Liverpooler Händler ebenfalls seinen Deckungs-Termin-Verkauf (z. B. in New York, was sehr gut möglich) ebenfalls zu 10,80 cts. Die Ware gelangt schließlich an einen Spinner, der sie für 13 cts. hereinnimmt: der Händler deckt seinen Terminverkauf zu 12,5 cts. ein. Weder Importeur noch Händler haben an der Preisschwankung der Baumwolle von 10—13 cts. gewonnen oder verloren: Der Verlust am Terminmarkte bezw. Gewinn wurden kontrebalanciert durch Gewinn bezw. Verlust an effektiver Ware, wie ja oben bereits gezeigt wurde. Angenommen nun aber, der Spinner habe bereits früher einen Garnkontrakt mit einem Weber eingegangen und zwar am Tage des Ankaufs der Baumwolle durch den Exporteur, und habe, da er keine effektive Baumwolle besaß, sich durch Terminkauf an diesem Tage gedeckt. Die Annahme, daß es die 1000 Ballen Termine waren, welche der Exporteur zur Versicherung verkaufte, ist ja in praxi höchst unwahrscheinlich, allein theoretisch wohl annehmbar und, bei Berücksichtigung der absolut unpersönlichen Natur des Terminkontraktes berechtigt. Die weitere Annahme, daß sowohl Exporteur wie Händler, als Händler und Spinner bei Kauf und Verkauf der Termintransaktionen zusammentrafen, ist wohl ebenfalls unwahrscheinlich, aber der Natur des Geschäftes nach viel naheliegender.

Es ergeben sich nun folgende Transaktionen:

im Handel mit effektiver Ware:	auf dem Terminmarkte:
Exporteur kauft 1000 Ballen Baumwolle	Exporteur verkauft an Spinner
Händler kauft vom Exporteur	Händler verkauft an Exporteur
Händler verkauft an Spinner	Spinner verkauft an Händler.

Wir haben hier eine vollkommen geschlossene Kette vor uns. Vergegenwärtigen wir uns den Erfolg dieser Transaktionen, so entspricht dies der Tatsache, daß der Exporteur sofort bei Einkauf der Ware mit dem Spinner einen Lieferungsvertrag zum damaligen Preise von 10 cts. geschlossen hätte.

Diese Kette läßt sich nun nach beiden Seiten verlängern. Als oberstes Glied können wir den Pflanzer nehmen, welcher sich durch Verkauf von Terminen für seine Ernte, welche noch auf den Feldern steht, einen bestimmten Preis garantieren will, als letztes Glied einen Engroshändler in Geweben, welcher auf langfristige Kontrakte mit den Detailgewebehändlern abgeschlossen hat und (die Annahme ist allerdings ebenso unwahrscheinlich, als die obengemachte, jedoch ebenfalls theoretisch nicht unmöglich) am selben Tage sich einstweilen durch Termin-Kauf eindeckt. Es ergibt sich dann das folgende Schema:

Transaktionen

in effektiver Ware:	auf dem Terminmarkte:
(Pflanzer hält Preis für günstig; Engroshändler schließt Kontrakt auf Gewebelieferung)	Es verkauft: Pflanzer an Engroshändler
Es verkauft:	
Pflanzer an Exporteur	Exporteur an Pflanzer
Exporteur an Händler	Händler an Exporteur
Händler an Spinner	Spinner an Händler
Spinner an Weber	Weber an Spinner
Weber an Veredler[1])	Veredler an Weber
Veredler an Engroshändler	Engroshändler an Veredler.

Durch diesen gesamten Vorgang der Produktion bis zur Fabrikation sind die Kosten, soweit sie im Preise des Rohmaterials zum Ausdrucke kommen, vollkommen stabil geblieben. Zugleich ersehen wir hieraus den Vorteil des Termingeschäftes als unpersönliches Er-

[1]) Unter Veredlen versteht man das Bleichen, Färben, Bedrucken, Merzerisieren (der Baumwolle durch chemische Lösung seidenähnlichen Glanz verleihen) der rohen, aus der Spinnnerei kommenden Gewebe.

satzmittel langfristiger Abschlüsse. Um das Gleiche mit Lieferungskontrakten ohne Terminbörse zu erreichen, wäre es nötig gewesen, daß alle am gleichen Tage und persönlich abschlössen, also Pflanzer mit Exporteur, Exporteur mit Händler usw.

Weiter läßt sich die Kette in dieser Art nicht ausdehnen: Der Detailhändler wird wohl kaum sich durch Deckungsgeschäft auf dem Terminmarkte den Preis sichern und vollends das Endglied, das konsumierende Publikum, ist von dieser Risikoversicherung ganz und gar ausgeschlossen.

Der Gegensatz zum legitimen Geschäft schließt alle Transaktionen in Terminen ein, welche durch effektive Warentransaktionen nicht erfordert, mehr spekulativen Zwecken dienen. Der Umstand allein aber, daß ein effektives Gegengeschäft nicht vorliegt, involviert noch nicht die Spekulation als solche, es existieren Geschäfte, welche, ohne Risikoversicherung zu sein, lediglich ein Bindeglied zwischen Angebot und Nachfrage darstellen, und sich aus der Börsennatur des Terminmarktes ergeben. —

Die Unwahrscheinlichkeit, daß sich Angebot und Nachfrage, soweit sie legitim sind, und dies ist ja hier durchwegs Voraussetzung, stets so begegnen, wie oben angenommen wurde, wird vermindert durch das tatsächliche Bestehen eines Elementes im Markt, welches ohne eigentlich spekulatives Interesse vom Markte als solchem lebt: dem Jobber. Der Jobber ist der Professionelle im Ringe. Er nimmt Angebote an und verkauft, um sogleich sich mit ganz geringem Profit begnügend, sein Lang- oder Kurzinteresse wieder zu liquidieren bezw. einzudecken. Er vermittelt auch zwischen den einzelnen Positionen im Markte; denn es ist durchaus nicht gesagt, daß z. B. alle Glieder einer eben angenommenen Kette ihre Transaktionen auf denselben Monat basieren. Hier tritt nun der Jobber vermittelnd ein: Will z. B. A März verkaufen, B aber Juli kaufen, so tritt das professionelle Element in beiden Positionen als Gegenkontrahent auf und das Resultat kommt der Tatsache fast gleich, als ob A direkt an B verkauft hätte. Sein Gewinn muß natürlich in den Termintransaktionen selbst enthalten sein, da er ja nur in Terminen prinzipiell handelt, allein nicht aus den großen Schwankungen des Preises zieht er seinen Gewinn, sondern pointweise verdient er an jedem Kauf und Verkauf. Da er immerwährend im Ringe ist, ist es ihm leicht, die momentane Tendenz auszunützen, größere Verluste durch sofortigen Abschluß zu vermeiden: Die Größe des Umsatzes garantiert ihm den Gewinn; lange sein Interesse offen zu halten, ist seinem Prinzipe zuwider.

Diese Definition des Jobbers, wir bemerken es ausdrücklich, ist höchst theoretisch, es gibt Professionelle ohne große Mittel (große Spekulanten bedürfen stets großer eigener oder fremder Kapitalien) die, wenn sie günstig kaufen oder verkaufen, spekulativ ihr Interesse länger im steigenden bezw. fallenden Markte offen halten, als die Prinzipien des Jobbers erlauben. Händler, welche ihre Deckungsverkäufe im Markte plazieren, werden sich bei Gelegenheit nicht den Gewinn des Jobbers entgehen lassen; das bedürfte fast keiner Erklärung. Daher wäre es schließlich richtiger, statt vom Händler und vom Jobber, vom rein legitimen Geschäfte und vom Jobbergeschäfte zu sprechen. —

Der Jobber vermittelt zwischen Angebot und Nachfrage und den verschiedenen Positionen auf einem Markte. Nun existieren verschiedene Terminmärkte und der Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage auf diesen Plätzen wird durch das Geschäft des Jobbers nicht gewährleistet. Trotz der Verschiedenheit der Kontrakte ist im Allgemeinen der große Gang des Marktes auf allen Börsen der gleiche. Der Grund, die Bedingung dieser Tatsache ist, daß meist jeweils derjenige Markt als Operationsbasis gewählt wird, der bei Berücksichtigung der normalen Spannung sich als der günstigste darstellt. Jedenfalls bietet die Spannung der Märkte einen sicheren Gewinn, der bei der Schnelligkeit des Nachrichtendienstes durch Telegraphen und Kabel nicht unbenützt bleibt. Das geschieht durch ein Geschäft, das man „straddle“ nennt, die Arbitrage. Dieses als solches ist klar und leicht zu umgrenzen. Es besteht darin, Nutzen zu ziehen aus dem Mißverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage auf einem Markte, sofern sich das Verhältnis auf einem anderen Markte entgegengesetzt gestaltet. Steht zum Beispiel New Orleans um 60 Points höher als New York und beträgt die normale Spannung 35 Points (also normal: New York + 35 = New Orleans) so verkauft der Arbitragist einen entsprechend großen Posten Termine in New Orleans und kauft das entsprechende Quantum in New York. Ist die normale Parität (Parität = im Börsenjargon die Spannung zwischen zwei Märkten) hergestellt, so stellt er auf beiden Märkten seine Engagements glatt, indem er sich in New Orleans eindeckt und in New York ausverkauft.

Die vermittelnde Tätigkeit zwischen den einzelnen Monaten, die oben dem Jobbergeschäfte beigezählt wurde, wird ebenfalls oft mit Recht straddle genannt (straddle heißt „auf gespreizten Beinen stehen“).

Zusammenfassend stellt sich das Jobber- und Arbitragegeschäft

als ausgleichende Tätigkeit in verschiedenen Positionen und verschiedenen Märkten zwischen Angebot und Nachfrage dar, enthält als solches prinzipiell und rein theoretisch genommen kein spekulatives Interesse, obwohl ohne Grundlage effektiver Ware abgeschlossen.

Wir haben so auf diese Weise einen Terminmarkt konstruiert, der keine Spekulation enthält, bezw. aus dem Terminmarkte, wie er sich darstellt, alle spekulativen Interessen eliminiert. Die Beantwortung zweier wichtiger Fragen ergibt sich nun von selbst:

1. Ist aus dem legitimen Angebot der Leute, die ihre Baumwolle oder Baumwollfabrikate durch Verkauf versichern und den Nachfragen jener, die sich legitim durch Kauf decken, in Verbindung mit den Jobbern und der Arbitrage ein Terminmarkt als solcher möglich und denkbar?

Die Antwort ergibt sich aus dem Vorausgehenden als unbedingt bejahend und diese Tatsache ist auch weiterhin festzuhalten, daß nämlich das legitime Termingeschäft aus theoretischer Notwendigkeit des Eingreifens spekulativer Elemente keineswegs bedarf.

2. Wer trägt die Kosten, d. h. wer bezahlt die auf Grund der Termingeschäfte zu begleichenden Differenzen?

Die Frage ist für den eben beschriebenen Terminmarkt leicht zu beantworten:

Die Differenzen, die hier gezahlt und gewonnen werden, gleichen sich durch die verschiedenen gezahlten Preise beim Kauf bezw. Verkauf der effektiven Ware vollkommen aus; allein diese Differenzen im effektiven Handel entgehen der Berechnung der außenstehenden Beobachter, während die Differenzen des Terminmarktes in den Preisschwankungen jederzeit leicht zu beobachten sind: ein Gesichtspunkt, der gerade von den blinden Gegnern des Terminhandels stets übersehen wurde und wird.

Angliedernd läßt sich auch bereits hier ein Gesichtspunkt bezüglich der Größe der Terminumsätze im Vergleich zur effektiv gehandelten Baumwolle gewinnen. Wir sahen, daß auf dem Wege eines Quantums Baumwolle vom Pflanzer, der sich seinen Preis garantieren will, bis zum Engroshändler, der sich durch Deckungskauf von Terminen die Erfüllung seiner Gewebekontrakte den Detaillisten gegenüber zum Abschlußpreise sicherte, sieben Transaktionen notwendig sein können. Nun pflegt man aus später zu berücksichtenden Gründen manchmal seine Kontrakte auf andere Positionen (Monate) und Märkte zu transponieren. Die Annahme, daß also 10 Terminkontrakte, besonders bei Berücksichtigung des Jobbergeschäftes, ja sogar noch mehr

über dasselbe Quantum Rohmaterial abgeschlossen werden können, ist keineswegs übertrieben. Nun ist aber nicht nur jeweilige Ernte die Grundlage der legitimen Transaktionen, sondern auch teilweise die wachsende Ernte, die lagernden Garnbestände und Gewebevorräte. Das Mißverhältnis zwischen Umsatz in effektiver Ware und in Terminen bedeutet also an sich nicht die Notwendigkeit der spekulativen Natur der letzteren.

Im Ganzen betrachtet erscheint der Terminmarkt unter dem Gesichtspunkte des Ausschlusses der Spekulation als eine Art Clearinghouse. Die Wirkung ist gleich der einer Versicherung auf Gegenseitigkeit bezüglich des Preises. —

Die geschlossene, oben theoretisch postulierte Kette der legitimen Termintransaktionen verhindert, daß legitime und spekulative Elemente als Gegenkontrahenten auftreten. Denn, wenn auch ein Spekulant à la hausse von einem Exporteur, welcher seinen Deckungs-Termin-Verkauf eindeckt, kauft und der Käufer der effektiven Baumwolle nun seinen Termin-Versicherungs-Verkauf an einen Spekulanten à la baisse verkauft, so bleibt das vom theoretischen Standpunkte aus und auch dem praktischen Ergebnisse nach (als Begleichung der Differenzen erscheinend) vollkommen gleichgiltig — die Annahme, daß Kauf und Verkauf zu gleichem Preise geschlossen, gilt hier als selbstverständlich vorausgesetzt. Die Kette der ligitimen Transaktionen ist hierdurch nicht unterbrochen und Haussier (bull) und Baissier (bear) stehen sich als Gegenspieler allein gegenüber d. h. jeder bull erfordert einen bear, welcher die Wette hält.

Das Eingreifen der Spekulation innerhalb der Kette ist gegeben, sobald eine Unterbrechung eintritt, was sehr wohl möglich, praktisch meistens tatsächlich aus der Natur mancher Verhältnisse sogar notwendig ist. Nehmen wir das Schema von Pflanzer bis Weber. Nun bewerkstellige aber nicht, was ja, wie dort zugegeben wurde, als Annahme unwahrscheinlich ist, der Weber zur selben Zeit den Deckungskauf, sondern später, als der Pflanzer seinen Terminverkauf. Wir erhalten dann das Schema:

Transaktionen

in effektiver Ware:	in Terminen:
(Pflanzer hält Preis für günstig)	Es verkauft:
Es verkauft:	Pflanzer an A
Pflanzer an Exporteur	Exporteur an Pflanzer
(Weber schließt Kontrakt ab)	A an Weber (Deckungskauf)

Exporteur an Händler	Händler an Exporteur
Händler an Spinner	Spinner an Händler
Spinner an Weber	Weber an Spinner

A ist hier das spekulative Element, welches die Kette schließen hilft. Daß der Weber auch seinerseits spekuliere, kann kaum behauptet werden, denn die Natur des Deckungskaufes des Webers bedingt keine Gleichzeitigkeit mit dem Terminverkauf des Pflanzers. Der Spekulant A garantiert in diesem Falle dem Pflanzer den Preis, nimmt aber mit der Chance des Verlustes auch die Chance des Gewinnes auf sich. Benutzen wir dieselbe Kette nochmals, nehmen aber an, der Exporteur habe „auf Meinung" gekauft, mache daher keinen Deckungstermin-Verkauf d. h. spekuliere in effektiver Ware.

Transaktionen

in effektiver Ware:	in Terminen:
	Es verkauft:
(Pflanzer hält Preis für günstig)	Pflanzer an Weber
Es verkauft:	
Pflanzer an Exporteur	B an Pflanzer
Exporteur an Händler	Händler an B
ff.	ff. [1])

Hier nun erscheint der Exporteur direkt als Gegenkontrahent des Spekulanten; der eine spekuliert in Terminen, der andere in effektiver Ware; denn das ergibt sich doch klar aus allem, daß derjenige, welcher ohne Termingegentransaktion auf Meinung Waren kauft, ebenso spekuliert wie der outsider[2]), der 100 Ballen Terminbaumwolle kauft, in der Hoffnung, der Preis werde steigen. Unsolider ist letzteres Geschäft nur insoweit, als das „Übernehmen" d. h. Eingehung zu großer Engagements leichter ist, da das Termingeschäft nur eine kleine Marge erfordert, das effektive Geschäft dagegen Bezahlung der ganzen Menge.

Die Lücke in der Kette aber, in welche sich die Spekulation hineinschiebt, setzt nicht unbedingt spekulatives Interesse in effektiver

---

[1]) Es erübrigt kaum die Bemerkung, daß, wenn auch B nicht vom Händler kauft, sondern der Händler von C, dennoch B nur solange Gegenkontrahent des spekulierenden Exporteurs ist, als dieser die Ware besitzt. Im Momente aber, in dem der Händler einen Deckungsterminverkauf in Höhe des Interesses von B ausführt, muß notwendiger Weise aus der unpersönlichen Natur des Termingeschäftes sich ergebend ein anderer für B Gegenkontrahent werden. Genau so wie oben gezeigt wurde, daß Haussier und Baissier als sich gegenüberstehende Gegenkontrahenten betrachtet werden müssen, da nur offenes Interesse entscheidend ist.

[2]) Unter outsiders versteht man Leute, welche ohne Händler oder Berufsspekulanten zu sein aus aleatorischen Zwecken Termintransaktionen vornehmen.

Ware voraus. Es kann auch der reellste Baumwollhändler (unter reell oder legitim verstanden jener, der nicht spekuliert, resp. bei dem Spekulation nicht Zweck ist) das Risiko des Zeitunterschiedes zwischen den Abschlüssen in effektiver Ware und in Terminware, die theoretisch gleichzeitig sein sollten, nicht vollkommen eliminieren. Die Bremer Häuser z. B. vermitteln ihre Käufe durch Agenten in den Baumwollindustriezentren auf Grund von Offerten (welche auf ihre Termindeckungen basiert sind). Früh finde ein Verkauf an einen Spinner statt: der Händler erhält ca. 3/4 12 Uhr hiervon telegraphische Nachricht und deckt sofort in Liverpool ein. Die Preisberechnung des Händlers war allerdings mit Berücksichtigung der Tendenz des Marktes auf New-Yorker Schlußkurse basiert (10 Uhr Abends Nachricht in Bremen); zwischen Abend und Mittags — Liverpool eröffnete bereits 10 Uhr Vormittags — konnte sich manches ändern. Dieses Risiko ist absolut Marktrisiko, wogegen es keine Deckung gibt.

Pflanzern, welche den Terminmarkt nicht benützen, kann Spekulation nicht vorgeworfen werden, denn sie sind ja keine Händler, für sie gibt es größeren oder kleineren Gewinn, aber keine Preisdifferenzen, ebensowenig den „cottonbuyers“, welche im Innern kaufen, sofern sie dies für eigene Rechnung tun. Denn erstens übersteigt der normale Schluß von 100 Ballen ihren effektiven Umsatz (das gleiche Argument trifft auch bei den Farmern zu), zweitens spielt die Preisschwankung eine geringere Rolle, da ja baldmöglichst an größere Firmen weiter verkauft wird und ihre Gewinne sich mehr aus Qualitätsunterschieden und aus den Zinsen der Vorschüsse ergeben, die sie den Pflanzern gewähren.

Bei der Industrie, dem Engroßhandel in Garnen, Geweben, bedruckter Ware usw., schützt vorwiegend der Lieferungskontrakt vor Risiko. Das Termingeschäft ist also hier oft überflüssig.

Die theoretisch anfangs aufgestellte geschlossene Kette von Termintransaktionen ist also in der Praxis vielfach durchbrochen und in die Lücken dringt das spekulative Element ein, woraus sich allein schon (abgesehen von den später zu erläuternden Vorteilen dieses Elements) eine Art Notwendigkeit oder zum mindesten Nützlichkeit ergibt.

Im Vorhergehenden wurde versucht, den Markt zu zergliedern und die Einzelexistenz bezw. Möglichkeit der Teile festzustellen unter der theoretischen Ausscheidung der andern nicht momentan in Betracht gezogenen Elemente.

III.

Verhältnis des effektiven Marktes zum Terminmarkte. Spekulation und Manipulation.

Es bedarf nun aber einer Rechtfertigung bezw. Begründung und Untersuchung der durchwegs postulierten Prämisse, daß Terminmarkt und effektiver Markt in ständigem Zusammenhange stehen, umsomehr, als die im Terminkontrakte, wenn auch nicht notwendige, aber doch vorhergesehene Tatsache der Erfüllung durch Lieferung bezw. Abnahme effektiver Baumwolle nirgends in Betracht gezogen wurde. Im Vorhergehenden erschien der Terminmarkt durchaus als auf Zahlung von Differenzen basiert, als ob den Schlußscheinen die stillschweigende Klausel beigefügt wäre, daß effektive Erfüllung ausgeschlossen sei.

Eine solche Bestimmung aber würde dem Terminkontrakte notwendigerweise, genau wie den Banknoten die Aufhebung der Einlösungsklausel als Geldsurrogat, den Wert entziehen, ja sogar noch in höherem Grade, da ja schließlich das Papiergeld kraft gesetzgeberischen Machtspruchs des Staates als Zahlungsmittel fungieren, die Papierbaumwolle aber, d. h. der dann nur als Differenzanspruch bestehende Kontrakt wohl kaum zu dem schließlichen Zwecke der Verarbeitung durch die Textilindustrie verwerbet werden kann.

Diese Nichterfüllungsklausel besteht aber weder im Kontrakte noch wird sie stillschweigend interpretiert und der Fall, daß wirklich geliefert bezw. abgenommen wird, ist praktisch nicht selten, und wir haben zu untersuchen, in welchen Fällen und aus welchen Gründen dieses stattfindet.

Fraglos wird vor allem dann die effektive Erfüllung des Terminvertrages für Käufer und Verkäufer gegeben sein, so oft dies einen besseren Kaufs- oder Verkaufsmodus mit Einberechnung aller Kosten und sonstigen Umstände bietet, als der offene Markt in effektiver Ware. Um diese Fälle festzustellen, müssen wir berechnen,

wie teuer Terminware im Verhältnis zu effektiver Baumwolle auf Grund anderer Kontraktbedingungen z. B. Locokauf zu stehen kommt, d. h. die Spannung zwischen Termin und einer bestimmten effektiv gehandelten jeweiligen Sorte der Größe nach untersuchen und die Gründe feststellen.

Auf Grund der Kontraktbedingungen der einzelnen Märkte, welche samt und sonders die Andienung verschiedener Qualitäten gestatten, Havre bloß bis low middling, New York früher bis low middling stained (bedeutend niedriger als good ordinary) zulassen, kann logischer Weise gefolgert werden, daß prinzipiell der Terminpreis für die Basis middling tiefer stehen müsse als für loco middling, da die Unsicherheit der Qualität, die man erhält, unbedingt diskontiert werden muß. Dies gilt zunächst natürlich strikt nur für die Terminnotierung des laufenden Monats, jedoch werden wir sehen, daß der Terminmarkt in seinen Kursen nicht so sehr die Vorausbestimmung der späteren Preise enthält, als vielmehr sofort auf Grund des Zusammenhanges aller Notierungen und der großen Leichtigkeit, mit Papierbaumwolle den Ausgleich in den einzelnen Positionen zu schaffen, jeweils der momentanen Marktlage für Gegenwart und Zukunft Ausdruck gibt. Somit wird auch der jeweilige Lokopreis oder cif-Preis, kurz Preis für effektive Ware mit individuellen Bedingungen, mit allen Positionen des Terminmarktes (wenigstens einer Ernte) in Beziehung stehen.

Zunächst enthält also die Spannung zwischen middling loco und einer jeweiligen Terminnotiz einen Diskont bezüglich der Unsicherheit der Qualität, d. h. der Käufer von middling even running bezahlt die Ware um eine Qualitätsprämie höher als den Terminkontraktanspruch. Dieser Diskont trifft bei allen Märkten zu, wird aber in New York mit der weiten Andienungsskala größer sein als z. B. in Havre. Die Kontrakte erlauben aber nicht nur die Andienung eines Quantums einer bestimmten beliebigen Qualität, sondern (in Liverpool und Havre mit Einschränkungen) es können die zu liefernden 100 Ballen aus den buntscheckigsten Sorten bestehen, in New York früher aus 30 Qualitäten (davon 13 verschiedene unter low middling,) aus compressed und non compressed bales, so daß dieser Umstand fast noch mehr den Kontrakt entwertet. Die Zeit der Andienung, (monatlich oder zweimonatlich) in Verkäufers Wahl stehend, bietet ebenfalls einen Nachteil für den Käufer gegenüber dem Lokogeschäfte.

Die Kosten des Empfängers, um die Baumwolle arbitrieren zu lassen ($^1/_2$ der Kosten), das Einlagern der Ware, wenn nicht mit Lagerschein übermittelt, die Mühe die Qualitäten zu sortieren, um

das Brauchbare effektiv weiter zu verkaufen, müssen ebenfalls in Rechnung gezogen werden.

Diese Rücksichten bleiben wohl während der Saison im großen Ganzen die gleichen; allerdings dürfte der Umstand, daß später die Märkte mit niederen Graden stärker belastet sind, als zu Beginn der Ernte — die Qualität leidet hauptsächlich durch Stürme und Regen im November und Dezember, und durch die Fröste — und die daraus folgende Chance, nur schlechte Grade zu erhalten, diese Spannung etwas vergrößern.

Derjenige Umstand, welcher während der Saison am stärksten wechselnd die Auf- und Abschläge für effektive Qualität über Termin beeinflußt, ist die Art und Weise, in welcher die Preisdifferenzen für andere als middling gelieferte Sorten berechnet werden. Wie besprochen, bestehen zwei Systeme: Festsetzung fester Skalen für die offiziellen Vergütungen periodisch, in New York und Havre; oder Berechnung nach Lokopreis-Differenzen, in New Orleans und Liverpool. Der leitende Gedankengang ist bei dem starren New Yorker System am leichtesten zu zeigen.

Die Preise für die einzelnen Qualitäten bestimmen sich prinzipiell nach dem Gesetz des freien Angebots und der Nachfrage. Für niedere Grade ist diese aber immerhin ziemlich limitiert. Ergibt eine Ernte sehr große Mengen niederer Grade, so werden die effektiven Differenzen für diese Klassen bedeutend größer sein, als wenn relativ nur wenig solche Qualitäten gewachsen wären. Als Beispiel möge der Kurszettel von Liverpool, offiziell durch vereidigte Makler aufgestellt, für die Lokonotierungen vom 9. August 1907 dienen. (Frankfurter Zeitung, 10. August.)

Es notierten:

		Differenzen zu middling	
good ordinary	6,26 d	— 114 (off.)	Liverpooler Punkte[1]
low middling	7,00 d	— 40 „	
middling	7,40 d	Basis	
good middling	7,94 d	+ 54 (on)	
fully good middling	8,14 d	+ 74 „	
middling fair	8,48 d	+ 108 „	

Nun entspricht 1 Liverpooler Punkt 2 New Yorkern, also entsprächen die obigen Differenzen einer New Yorker Vergütungsskala von:

[1]) Diese ons und offs galten für diesen Tag als Liverpooler Vergütungen.

— 228 (ab)	bei	good ordinary
— 80 „	„	low middling
+ 108 (auf)	„	good middling
+ 148 „	„	fully good middling
+ 216 „	„	middling fair

Die damalige Skala New Yorks (wir berücksichtigten nur die angeführten Klassen) nach Festsetzung vom 21. November 1906 war aber (nebst Berechnung der Differenzen gegen die am selben Tage geltende Skala Liverpools):[1])

	New Yorker Skala	Liverpooler Skala	also erhielt Verkäufer in New York
good ordinary	— 150	— 228	78 Punkte mehr
low middling	— 50	— 80	30 „ „
good middling	+ 76	+ 108	32 „ weniger
fully good middling	+ 88	+ 148	60 „ „
middling fair	+ 150	+ 216	66 „ „
			als in Liverpool.

Diese Abweichungen sind erhebliche. Auf Grund dieser Diskrepanz erschien es für den liefernden Verkäufer am günstigsten, damals good ordinary anzudienen. Allein diese Tatsache wird ebenfalls diskontiert und, nach Berücksichtigung von Kosten und Qualitätsunsicherheit, wird der Kontrakt im minimum 78 Points unter middling loco stehen müssen, abgesehen davon, daß die noch niedrigeren Sorten noch weniger gut durch die New Yorker Skala ausgeglichen werden. Dann erst ist der Anspruch des Käufers richtig bewertet. Das Gleiche gilt natürlich auch für Havre.

Wie oben gesagt, wird sich also im Laufe der Saison, da das Angebot der niederen Grade steigt, der New Yorker Kontrakt stark entwerten, besonders, wenn die im September festgesetzte Skala, um welche Zeit die genaue Beurteilung der Ernte ihrer Qualität nach fast ganz unmöglich ist, mit den Locoqualitätspreis-Differenzen stark im Widerspruche steht, d. h. die Aufschläge über Terminbasis für effektiv gangbare Ware zwischen middling und darüber werden sich erhöhen. Ist die Qualität der Ernte eine ausnahmsweise gute, so daß die niederen Sorten selten und relativ teuer sind (kleine Abschläge zu middling haben), so ist es möglich, daß gerade die höchsten Klassen (fully good middling und darüber), da diese ebenfalls im Handel für die Zwecke der Industrie wenig gangbar, lohnend zu

[1]) Streng genommen müßte die verschiedene Klassifizierung New Yorks und Liverpools (siehe oben pag. 7) hier berücksichtigt werden.

Lieferungszwecken sind. Die mittleren Klassen werden wohl nur ausnahmsweise z. B. bei Herbeischaffung von Lieferungsware um jeden Preis bei Corners hierzu benutzt werden, da im Vergleich zu den offiziellen Vergütungen die Spannung zwischen Basis und middling loco zu groß ist. Entscheidend ist das Verhältnis der offiziellen Auf- und Abschläge und der auf dem effektiven Markte sich ergebenden Differenzen. Es werden indes meist die niedrigen und niedrigsten Grade besonders in New York den stock zusammensetzen, eine Tatsache, die durch die periodischen Aufstellungen der zertifizierten in New York lagernden Baumwolle durchaus bestätigt wird.

Der Liverpooler und New Orleanser Kontrakt sind unbedingt stabiler, d. h. weniger der Entwertung ausgesetzt; auf den ersten Blick möchte es sogar scheinen, als ob eine solche selbst bei Überschwemmung mit niederen Qualitäten ausgeschlossen ist. Allein, man darf folgendes nicht vergessen: Ein beträchtlicher Teil der niederen Grade dient zu Terminlieferungen; der Minderwert der niederen Grade in ihrem Verhältnis zu loco middling wird daher durch das Angebot nur eines Teiles dieser niederen Sorten bestimmt. Angenommen, der Terminmarkt würde plötzlich aufgehoben, so würden fraglos die Differenzen zu middling sich vergrößern, da nun die ganze Quantität niederer Baumwolle im offenen effektiven Markte zum Angebot käme. Diese Diskrepanz wird nun bei den Terminpreisen diskontiert genau wie in New York. Auch in Liverpool und New Orleans, wenn auch organischer und gemäßigter, können wir beobachten, daß der Terminkontrakt sich durch Ansammeln niederer Klassen entsprechend der Quantität dieser Sorten entwertet d. h. auch hier ist das Steigen der Aufschläge für gangbare Qualitäten über Terminnotierung im Laufe der Saison die Regel. Z. B. 1906/07 sind die ons für good middling von ca. 25/100 Pence auf 70/100 Pence über Terminnotierung gestiegen.

Es setzt sich die Spannung zwischen Loko-Notiz und Terminkurs somit zusammen aus:

1. Diskont für Unsicherheit der Qualität, der Zusammensetzung der Partieen, der Zeit der Lieferung.

2. Vergütung für die größeren Kosten des Hereinnehmens und der Verwertung der Terminware in effektivem Handel.

(Erhielt man z. B. in New York verschiedene lots von je 100 Ballen zertifizierter Baumwolle und entnimmt denselben Ballen gangbarer Sorten, um sie effektiv zu verkaufen und den Rest durch Terminverkauf weiter zu geben, so müssen die lots, denen Ballen entnommen wurden, neu zertifiziert werden, was immerhin Kosten verursacht.)

3. Diskont für einen wahrscheinlich noch größeren Minderwert der zu empfangenden Baumwolle im Vergleich zu den offiziellen Vergütungen.

Es wurde konstatiert, eine Tatsache, welche leicht zu beobachten ist, daß der Terminkontrakt im Laufe der Saison mit wenigen Ausnahmen im Verhältnis zu effektiv gangbaren Sorten sich entwertet, d. h. die Aufschläge für diese Grade steigen.

Hierauf beruht das sogenannte Händler- oder Importrisiko, zugleich auch die Möglichkeit des Gewinnes, da ja das eigentliche Marktrisiko, wie gezeigt, durch die Versicherung mit entgegengesetzten Termintransaktionen ausgeschlossen wird. Angenommen, ein Händler kaufe anfangs Oktober good middling mit 22 Liverpooler Punkten über Terminkurs und versichere sich durch Terminverkauf. Anfangs April verkaufe er die effektive Baumwolle, wobei er seinen Verkaufskontrakt auf dem Terminmarkte eindeckt. Für ihn ist nur die Differenz der Aufschläge von Wichtigkeit; sind diese gestiegen z. B. auf 40, so sind die 40 — 22 = 18 Liverpooler Punkte sein Händlergewinn. Jedoch wird sich später zeigen, daß die Ausführung der Termintransaktionen, das Plazieren derselben im richtigen Markte und der richtigen Position (Monat) durchaus nicht so einfach ist, wie es erscheinen möchte.

Auf Grund des oben über die vier Terminmärkte New York, New Orleans, Liverpool und Havre Gesagten läßt sich die verschiedene Gestaltung der einzelnen Kontrakte und der geltenden Bestimmungen als Folge der lokalen Verhältnisse erklären.

New Yorks Handel in effektiver Ware (die Terminlieferungen ausgenommen) ist, wie gesagt, ohne große Bedeutung, die tägliche Notierung für loco middling upland (spot quotation) oft eine rein fiktive, d. h. der Lokopreis wird wegen und auf Grund der Terminlieferungen und -notierungen berechnet.[1]) Bei einem kleinen Lokoumsatze aber ist das System nach Differenzen entsprechend diesen Notierungen wohl ausgeschlossen. Denn meist fehlt es an genügendem effektivem Umsatze in allen Klassen als einwandfreier Grundlage zu Lokonotierungen und die Manipulation dieser Kurse und der daraus sich ergebenden Differenzen durch Termininteressenten zwecks günstiger Andienungsbedingungen (bei Lieferung Über-, bei Empfang Unterwertung der Ware) ist kaum zu verhindern.

---

[1]) Cotton facts 1904 pag. III, wo „The purely nominal character of the official Quotation of Spot cotton in New York" an Beispielen der Notierung und des Umsatzes gezeigt ist, desgleichen Cotton facts 1903 pag. II: den Monat August 1903 hindurch war die offizielle Spot Quot. 12 3/4 cts.; nach dem Bericht der New Yorker Baumwollbörse war die Anzahl der zu nur 12 1/2 cts. loco gehandelten Ballen nur 47.

New York ist Terminmarkt par excellence, manche behaupten „ohne Terminmarkt würden keine 20 000 Ballen den New Yorker stock bilden". Die in New York lagernde zertifizierte Baumwolle stellt, wie bei einer Zettelbank der Goldvorrat, das Substrat der Papierbaumwolle dar: Es ist dies die schärfste Entwicklung einer Terminbörse, indem niedere, für das reguläre Geschäft kaum brauchbare Vorräte den Zusammenhang des Wertes der effektiven Ware mit dem der Kontrakte garantieren, welche den gesamten Handel in allen Qualitäten regulieren.

Havre, dessen Kontrakt durch enge Begrenzung der andienbaren Qualitäten dem Lieferungsvertrage näher steht, hat ebenfalls nur einen durchschnittlichen stock von ca. 100 000 Ballen; auch hier erscheint aus den oben angegebenen Gründen die feste Skala als die entsprechendere.

In New Orleans und Liverpool hat sich der reine Termincharakter nicht so scharf entwickelt, wie in New York. Die Art, die Vergütungen nach effektiver Notierung zu berechnen, beruht auch auf der Absicht, den Vorrat an Ware in einer dem Handel dienlichen Zusammensetzung zu erhalten. Es liegt in diesem System eine Art selbständiger Regulierung, da, wenn eine Sorte zu sehr überhand nimmt, wegen Verkleinerung der Aufschläge bezw. Vergrößerung der Abschläge es wenig lohnend erscheint, diese Qualitäten weiterhin zu importieren.

Bei den hohen Vergütungen, welche der Verkäufer des Terminkontraktes bewilligt (zeitweise schon bis zu 2 cts. in New York) erscheint ganz abgesehen von den Kosten der Andienung (Zertifizieren der Baumwolle in New York, Tragen der halben Kosten der Arbitration auf den andern Plätzen), für den Verkäufer die effektive Erfüllung als ein Geschäft, welches großen Verlust mit sich bringt, wenigstens sicher für die im effektiven Handel gangbaren Sorten. Die Andienung solcher Qualitäten wird auch nur ausnahmsweise für den Händler gegeben sein, wenn er auf diese Weise einen kleineren Verlust erleidet, als wenn er die effektive Ware verkauft und seinen Termin-Verkauf eindeckt.

Näher liegend ist der Bezug von Ware als Käufer aus dem Terminmarkte. Im Allgemeinen ist für Spinnereien, welche unter middling nichts verwerten können — und das ist wohl die Mehrzahl — die Terminbörse als Lieferantin effektiver Ware nicht zu brauchen, vielleicht von Havre ausgenommen, welches nichts unter low middling gestattet. Die Industrie geht im allgemeinen sicherer, die komplizierte Ausnützung der Terminbörse durch Empfang effektiver Ware dem Händler zu überlassen und von diesem zu beziehen,

der in seinen Lieferungskontrakten dem Konsum bessere und entsprechendere Garantien bietet. Sehr große Textiletablissements allerdings, welche Verwertung für alle Sorten haben, eventuell auch tinged- und stained-Baumwolle verwerten können, was bei Fabrikation gefärbter Waren der Fall ist, Abfallspinnereien vor Allem, welche nur niedrige Grade verarbeiten, werden oft die Terminbörse neben dem Markt in effektiver Ware benützen können. Speziell sollen die Spinnereien von Fall River im richtigen Momente die stock-Baumwolle von New York durch Andienung beziehen, da sie viele Fabrikate anfertigen, bei denen Qualität im Verhältnis zur Billigkeit keine Rolle spielt. England hat wenig Verwertung für niedere Klassen, während der Kontinent, vor allem Deutschland dafür ein Absatzgebiet bildet. Das Aufnehmen von Liverpooler Terminware, die dort keinen definitiven konsumierenden Abnehmer findet und stets wieder durch Andienungen weiter gegeben wird, durch kontinentale Händler gehört nicht zu den seltensten Geschäften. Desgleichen wird im Laufe der Saison, soweit der New Yorker stock brauchbare oder sehr billige niedere Ware enthält, dieselbe herausgenommen und im effektiven Handel verwertet.

Dieses alles erklärt auch, warum die Aufschläge gegen Ende der Saison wieder zu sinken beginnen, da nun der Kontrakt quasi stillschweigend auf bessere Qualität lautet und die Menge und das Angebot der niederen Klassen abnimmt.

Dem Verkäufer bietet der Terminmarkt umgekehrt die absolut sichere Absatzmöglichkeit für alle Grade, da Termine immer Käufer finden. Große nordamerikanische Baumwollfirmen kaufen meist den gesamten Ertrag von Plantagen und Farmen auf. Nachdem die Ware sortiert ist, verkaufen sie die besseren Qualitäten an die amerikanische Industrie oder an Exporteure: statt alle Terminverkäufe, die sie beim Ankauf gemacht, einzudecken, liefern sie, was keinen Abnehmer findet, in New York.

Allein bei all diesen Operationen wird oft weniger der aus dem Geschäfte entspringende Vorteil, als vielmehr die Absicht, durch Andienen, Hereinnehmen und Halten von Terminware den Markt als solchen zu beeinflussen, die Absicht den Markt, wie der Ausdruck lautet, zu manipulieren, hauptsächlich entscheidend sein.

Manipulation ist begrifflich von Spekulation verschieden. Die Spekulation sucht Gewinn zu ziehen aus den Schwankungen des Marktes, dessen Tendenz sie richtig vorauszusehen hofft; die Manipulation durch direktes Beeinflussen der Preise im gewollten Sinne.

S p e k u l a t i o n wurde oben streng im Gegensatz zu legitimen

Transaktionen, die nur der Versicherung effektiver Geschäfte dienen, definiert.

Angenommen, es beständen nur legitime Angebote und Nachfragen (das theoretische Postulalt der oben erfolgten Untersuchung), so hätte naturgemäß der Terminmarkt als solcher nur eine äußerst geringe preisbildende Kraft, da ja jeder Terminkontrakt durch das effektive zu Grunde liegende Gegengeschäft bezüglich des Preises fixiert wäre. Denn der Wert des Kontraktes im Verhältnis zu einer effektiv gehandelten Sorte, d. h. die Größe des Aufschlags für diese Sorte ist jederzeit eine approximativ berechenbare Größe. Wir hätten keinen Markt, sondern ein reines Clearinghouse, ein Versicherungs-Institut auf Gegenseitigkeit. Als tätigstes preisbildendes Element des Terminmarktes zeigt sich die Spekulation: der Spekulant übernimmt mit dem Risiko des Gewinnes und Verlustes an der Ware selbst deren Preisbestimmung, die ja bei dem durchgeführten Systeme der Termindeckungen für den Kaufmann als solche gleichgiltig ist. Erscheint dem Spekulanten der Preis zu hoch, so verkauft er leer (short-seller, Baissier, bear, Blanko-Verkäufer, Fixer), da er damit rechnet, er werde sich später billiger eindecken können. Erscheint ihm der Preis zu niedrig, so kauft er Termine (Haussier, bull, Lang-Interessent), in der Hoffnung, seine Engagements mit Gewinn zu realisieren. Aber eben durch diese Transaktionen beeinflußt er bereits den Preis, denn der Terminkurs erscheint nun nicht als Größe bestimmt durch effektive Transaktionen außerhalb des Terminmarktes, sondern als Ware an sich, die ebenfalls dem Gesetze des Angebots und der Nachfrage unterliegt. Crosby Emery's Beispiel von einem Manne, welcher bei einer großen Weizenhausse 1892, welche dem Ertrage der Ernte nach unberechtigt war, Riesenmengen blanko in Terminen verkaufte und so die Preise nicht emporschnellen ließ, später, da er richtig gerechnet hatte, seine Verkaufs-Engagements leicht eindecken konnte, gehört hierher. Ohne die Möglichkeit des Blankoverkaufes gibt es nur eine Spekulation à la hausse, es fehlt am Gegengewichte, der Contremine; die unausbleibliche Folge ist der akute krisenartige Zusammenbruch des zu hoch getriebenen Marktes, wenn die hausseberechtigenden Umstände wegfallen. Der Ausweg, mit geliehenen Waren durch effektiven Verkauf einen Ersatz zu schaffen, um die Preise, wenn sie zu hoch sind, in Hinsicht auf die zu erwartende niedrigere Preisgestaltung in der Zukunft zu beeinflussen, versagt gegebenenfalls vollkommen, weil eben zur Zeit der hohen Preise Knappheit an Ware herrscht, ganz abgesehen von der Umständlichkeit des Verfahrens.

Jeder Spekulant also, welcher richtig spekuliert, d. h. die zukünftigen Preise in richtiges Verhältnis zu den momentanen bringt, ist nationalökonomisch nützlich und für die Gesamtheit Vorteil bringend. Eben der viel getadelte Umstand, daß der Umsatz der Spekulation größer sei als die kapitalistische Möglichkeit, die gehandelte Menge effektiv zu bezahlen, ist hier von günstigem Einflusse, da so weniger die Kapitalskraft, als die spekulative Befähigung des Individuums gewertet wird.

Der Gedanke, daß die vollkommen ausgebildete Spekulation auf dem Terminmarkte (unter vollkommen verstanden die richtigste Berechnung und Diskontierung der realen Faktoren) sich schließlich selbst aufhebt, da Mine und Kontremine die Preise bei der geringsten Abweichung von der idealen Linie der realen Wertung sofort in dieser Richtung beeinflussen, ist keine Utopie.

Die Einführung des Terminmarktes hat eine Art Arbeitsteilung geschaffen. Der Kaufmann überläßt die Gewinn- und Verlustchancen des Marktrisikos anderen: den Spekulanten.

Es kann wohl der Satz aufgestellt werden, daß die Spekulation als solche eine nationalökonomische Notwendigkeit in allen jenen Artikeln ist, deren Preisregulierung in ihren realen Grundlagen selbst unbestimmbarer Natur ist. Vor allem gilt dies bei Baumwolle, wo doch schließlich der Ertrag der Ernte als unbestimmbare Variable niemals einen festen Preis gestatten kann. Es ist jedenfalls gesünder, daß bei einem seiner Natur nach spekulativen Artikel die Spekulation das Risiko auf sich nimmt und die Preise berechnet und garantiert, als daß Handel und Industrie zwar einesteils große Gewinne erzielen, andernteils aber bei Verlusten die ärgsten Krisen durchmachen. Die Einführung des Termingeschäftes in Havre besonders auch des Kaffeeterminmarktes in Hamburg haben diese Tatsache praktisch durch riesiges Emporblühen des Handels deutlich genug bewiesen, da hierdurch für den Kaufmann eine sichere Grundlage geschaffen wurde.

Die spekulative M a n i p u l a t i o n und Manipulation überhaupt, d. h. jene Geschäfte, bei welchen Preis und andere Faktoren von Bedeutung künstlich beeinflußt und gestaltet werden, ist ein äußerst schwieriges Kapitel. Auf jeden Fall bietet speziell der Weltmarkt in Baumwolle selten gute Beispiele für diejenigen Vorgänge, welche man Manipulation zu nennen pflegt. Mindestens dreiviertel aller einschlägigen Fachliteratur beschäftigen sich mit der Frage, wie man die Abhängigkeit der Textilindustrie von den Vereinigten Staaten und vor allem der übermächtigen New York Cotton Exchange und ihren Magnaten beseitigen könnte. Pflanzer, solange die Preise niedrig

waren, und Spinner, seitdem die Preise höher sind, haben die alleinige Schuld hauptsächlich der Terminspekulation gegeben. Wir bemerken, daß hier von allen Tricks, die auf Verbreitung falscher Gerüchte und Nachrichten basieren, ausdrücklich abgesehen wird, und nur jene Manipulationen besprochen werden, welche durch Transaktionen, dadurch herbeigeführte Preisverschleierung, Corners, Halten von stock-Ware usw. ausgeführt werden.

Die Eigentümlichkeit des Terminmarktes besteht vor allem darin, daß Papierbaumwolle von Blankoabgebern ohne Rücksicht auf das effektiv vorhandene und zu erwartende Quantum emittiert werden kann. Die Emmission von Papierbaumwolle durch Leerverkauf ist weder wie bei Notenbanken durch eine Drittelbedeckung oder Begrenzung des ungedeckten Umlaufs noch durch andere Bestimmungen beschränkt. Der Terminkontrakt aber stellt fraglos eine Ware dar, welche abgesehen von dem Preise der effektiv gehandelten Baumwolle nach dem Gesetz für Angebot und Nachfrage für diese, ebenfalls jeweils auf den Terminmarkt diesem Gesetze unterliegt. Schließlich ist ja die Anzahl der Terminkäufer bei einem an sich günstigen Preise limitiert und wer mehr verkaufen will, muß in seinem Preise herabgehen. Die Möglichkeit also, die Preise gegen die realen Bedingungen für effektive Ware durch Blanko-Terminverkäufe zu drücken, ist fraglos gegeben. Hierdurch werden selbstverständlich die Preise für effektive Ware gleichfalls nach unten beeinflußt, da ja das ganze effektive Geschäft durch das System der Versicherung mit dem Terminmarkte innig verbunden ist. Allein der Baissier muß seine Kontrakte zurückkaufen und dann werden die Preise bei sonst gleichgebliebenen Verhältnissen durch seine Deckungen wieder entsprechend steigen. Analog liegen die Verhältnisse beim Faiseur à la hausse, welcher durch Terminkäufe den Markt in die Höhe treibt, mehr als die normalen Bedingungen es rechtfertigen. Er muß seine Kontrakte liquidieren oder die gelieferte Baumwolle zu teuer bezahlen.

Derjenige Spekulant ist nationalökonomisch der beste, der entsprechend dem tatsächlichen und tatsächlich zu erwartenden Quantum an Baumwolle auf dem Weltmarkt Papierbaumwolle kauft oder verkauft, d. h. die Verhältnisse sind dann gesunde, wenn der Umlauf an Papierbaumwolle dem Angebot und der Nachfrage in effektiver Ware entspricht. Umlauf an Papierbaumwolle ist das Quantum der offenen (einem Verkäufer muß stets ein Käufer entsprechen) Kontrakte.

Dieses tatsächliche Quantum aber jeweils zu bemessen, ist wohl vollkommen unmöglich. Die täglich auf den Kursberichten angegebenen

Umsätze für die einzelnen Monate bedeuten hierfür nicht viel, denn von diesen Umsätzen ist ein großer Teil Jobbergeschäft oder hat dazu gedient, Kontrakte zu schließen, d. h. Lang-Interessen zu liquidieren und Baisse-Engagements zu decken. Jemand, der in der Lage wäre, jeweils die offenen Interessen zu übersehen, würde sich wirklich nicht schwer tun, Geschäfte zu machen, da er hierdurch stets die Schwächen der einen oder anderen Partei ausnützen könnte. Daß fraglos die täglichen Börsenbesucher hierüber besser informiert sind, als die Outsiders, steht außer Frage.

Die meisten Transaktionen werden zudem von den Spekulanten teils im eigenen Namen, teils durch verschiedene Broker-Firmen ausgeführt, so daß selbst diese keinen genauen Einblick in die laufenden Engagements der einzelnen haben. Eine genaue Übersicht ist nur aus den Büchern einer Liquidationskasse möglich, worin alle Kontrakte gebucht werden, diese ist jedoch nur den Aufsichtsräten und Direktoren der Gesellschaft zugänglich.

Aus alledem ergibt sich klar, daß das Manipulieren gegen die reale Marktlage keine so leichte und glatte Sache ist, wie es gewöhnlich dargestellt wird, und daß Kapitalüberlegenheit allein noch lange keinen sicheren Erfolg gewährleistet. Ein Kontrakt von 100 Ballen stellt in effektiver Ware einen Wert von ca. 20 000 ℳ dar, also ein Umsatz von 100 000 Ballen einen effektiven Wert von 20 000 000 ℳ; 100 000 Ballen aber garantieren noch keine dominierende Stellung in einer vielgehandelten Position.

Der Gewinn der Manipulation setzt regelmäßig einen verlierenden Gegenkontrahenten voraus. Solange der legitime Handel durch Termindeckungen gesichert operiert, und die Manipulation à la hausse nicht bis in den Lieferungsmonat hinein ausgedehnt wird (dann sogenannter Corner, siehe unten), wird das Opfer naturgemäß derjenige Spekulant sein, welcher den Kopf verliert, also meist der ohne großes Verständnis spekulierende Outsider oder der kleine Kapitalist, der schließlich „aus den Engagements geworfen wird“, d. h. kein Geld mehr auftreiben kann, um die nötigen Margen nachzuschießen.

Die Standard-Manipulation des Terminmarktes ist der C o r n e r, zu deutsch Schwänze (accaparement). Sie ist toto genere verschieden von dem Einsperren effektiver Ware, um die Preise zu treiben oder nicht fallen zu lassen (cf. Valorisation des Kaffees in San Paolo, Brasilien, ein höchst gewagtes und kostspieliges Unternehmen, das noch mit einer schlimmen Krise enden kann.)

Der Corner des modernen Terminmarktes setzt einen überver-

kauften Markt (oversold market) voraus, d. h. die Anzahl der Kaufkontrakte, welche von den Haussiers offen gehalten werden und denen die gleiche Anzahl Kurz-Interessen gegenübersteht, muß größer sein, als die Warenmenge, welche die Baissiers liefern können. Die mögliche Lieferungszeit eines Monats ist zwar ziemlich groß und nach New York z. B. kann während dieser Zeit leicht von überall her Baumwolle geworfen werden. Allein die Cornernden bilden meist eine kleine geschlossene Gruppe, welche die Anzahl der offenen Kontrakte übersieht, während die Baissiers nicht den gleichen Überblick über die Engagements haben. Da ja außerdem die Andienung in Verkäufers Wahl steht, hofft mancher noch während des Monats sich decken zu können und merkt erst zu spät, daß er der Gegenpartei auf Gnade und Ungnade ausgeliefert ist.

Der richtig angesetzte Corner wickelt sich nun meist ohne große Erfüllung in effektiver Ware ab. Die cornernde Clique, welche finanziell gerüstet ist, eventuell einen großen Teil Terminware hereinzunehmen, wartet ruhig ab, nimmt alle Andienungen auf und kann dann mit gehöriger Prämie ihre Ansprüche an die Kurz-Interessenten, die es vorziehen, sich teuer zu decken, als noch teuerer anzudienen, zurückverkaufen. Um dem Empfange großer Mengen auszuweichen, ist es üblich und ratsam, große Loko-Interessenten „herauszulassen“, d. h. ihnen, ohne sie zu schädigen, unter der Hand ihre Verkaufskontrakte zurückzuverkaufen unter der Bedingung, daß dieselben ihre Bestände an lieferbarer effektiver Ware weder direkt noch indirekt auf den Markt kommen lassen.

Ein solch gut und sauber durchgeführter Corner ist kein schlechtes Geschäft und um so erfolgreicher, je weniger effektive Ware hereingenommen werden muß, da dies teuer ist und Zinsen und Lagermiete kostet. Eine Reihe von Cornern an den nordamerikanischen Waren- und Fondsbörsen vor allen an letzteren (der Effektencorner ist leichter und gefahrloser, da ja die Anzahl der Stücke jeweils bekannt ist), vollzogen sich auf diese Art, ohne daß die Haussiers ihre Übermacht rücksichtslos ausnützten, sondern nur die Baissiers entsprechend bluten ließen (man nennt dies squeeze = quetschen).

Die größten historischen Corners in Baumwolle — in Liverpool: Morris Ranger, Steenstrand; in New York: Price, Sully — wurden von diesen nur auf rein spekulativer Basis durch konsequentes Aufkaufen aller Kontraktverkaufsangebote ins Werk gesetzt, endigten aber meist, besonders, wenn auf längere Zeit und auf spätere Positionen

ausgedehnt, mit dem Zusammenbruch des Unternehmens und dem Bankerott der Faiseure.[1])

Denn wenn wirklich die Eingezwängten zu exorbitante Bußen zahlen müßten (dem Cornerndem steht es ja jederzeit frei, auf dem Terminmarkte ihre Forderung zu beliebigen Preisen den Deckung Suchenden anzubieten oder, was häufiger geschieht, unter der Hand sich mit ihnen zu arrangieren), so ist bei Rohprodukten speziell die Gefahr nicht ausgeschlossen, daß überall her die zu liefernde Ware ohne Rücksicht auf Kosten aufgekauft wird, um anzudienen: eines der drastischsten Beispiele berichtet Mr. A. Shepperson in seinen Cotton facts 1903 (Einleitung pag. III): Einige Spinner hatten ihre Vorräte für die Saison 1902/03 um $8^3/_4$ bis 9 cts. gekauft. Als nun die Preise kolossal stiegen, verkauften sie ihre Vorräte wiederum auf dem Markte. Eine der erfolgreichsten Spinnereien war durch den Riesengewinn, den sie hierdurch machte, wie ihr Direktor erzählt, in der Lage, alle Löhne auszubezahlen, eine stattliche Dividende auszuschütten, ohne daß Spindeln oder Maschinen im Gange waren. Im selben Jahre wurden auch zur Erfüllung von Kontrakten große Mengen von Baumwolle von Liverpool nach New York zurückverschifft. In solchen Fällen kann es der cornernden Partei passieren, daß sie „ersäuft", d. h. das angediente Quantum nicht bezahlen kann. Selbst, wenn das Kapital der Spekulanten ausgereicht hat, alle Andienungen aufzunehmen, so kann der Verkauf dieser Terminware nachträglich noch Verlust bringen. Das konsequente Aufkaufen aller Kontrakte zu Zwecken des Corners ließ die Preise bedeutend steigen, so daß die Lieferungen den Faiseuren höher zu stehen kommen als es Ihnen möglich ist, sich derselben zu entäußern. Hierdurch geht oft der ganze Gewinn verloren. Der vollkommene Ruin einer bekannten Hamburger Familie, welche bei einem an sich gelungenen Kaffeecorner von den Gegnern unbarmherzig Erfüllung forderte und, die, als schließlich mit allen Opfern (es wurde der Kaffee sogar in den kleinen Geschäften aufgekauft) die Engagements erfüllt wurden, pekuniär erschöpft war, möge als Beispiel für die Gefahr bei allzu scharfem squeezen angeführt sein.

Der große Schaden des Corners liegt darin, daß er ebenso gut den legitimen Händler und Arbitragisten, wie den Spekulanten und Outsider in Verlust bringt. Der Händler kann, wenn er am Platze

---

[1]) Eine anschauliche, literarische Schilderung eines Corners, dessen Gelingen und Zusammenbruch bei Weiterführung ist in dem amerikanischen Roman „The Pit" (Die Börse) von Frank Norris enthalten, der die Weizenbörse von Chicago zum Schauplatz hat.

selbst seine Deckungsterminverkäufe vorgenommen hat, schließlich mit relativ kleinem Verlust seinen Kontrakt durch Lieferung der effektiven Ware erfüllen, allein andere Händler z. B. die Bremer, welche keine Terminbörse haben und die Industriellen sind der Haussepartei rücksichtslos ausgeliefert, desgleichen der Arbitragist.

Das Benützen des Terminmarktes zu effektiver Erfüllung der Kontrakte bei der Manipulation des Corners liegt klar auf der Hand und braucht also für sich keinen direkten Gewinn zu bedeuten. Um sich in den Besitz des stock einer Terminbörse zu setzen, besonders in New York, wo dieser stock ja nur das Substrat der Termintransaktionen ist und jeder Ballen offiziell als Terminware zertifiziert wird, geschieht es am besten durch Terminkauf und Sichandienenlassen.

Der Besitz von großen Mengen effektiver Terminware ist auch für die Manipulation à la baisse von großem Vorteil. Denn auch hier kann man sicher sein, daß ein großer Posten Terminverkäufe, welche nicht eingedeckt zu werden brauchen, sondern effektiv durch Lieferung erfüllt werden, bearish wirken, da viele Leute vor dem Andienen „davonlaufen" d. h. lieber mit Verlust liquidieren, als die Terminware hereinnehmen, der Outsider vor allem, welcher hierzu mangels Kapitals und, weil er nicht an Ort und Stelle ist, dies unbedingt tun muß.

Ein Haupttrick der Manipulation liegt darin, den Markt eine Zeit lang so zu gestalten, daß eine Verführung des Publikums zu falschen Engagements sich daraus ergibt. Liegen die Verhältnisse für eine Klique günstig, welche bullishe Interessen verfolgt, so kann man häufig beobachten, daß längere Zeit vor dem geplanten Coup der Markt sich stark nachgebend zeigt und nach dem Kurszettel zu schließen die Stimmung bearish ist. Der fachtechnische Ausdruck lautet „to make a market to buy upon". Die Zahl derer, welche auf diesen Trick hereinfallen, nimmt nicht ab und auf diese Weise ist der Gewinn der Faiseure ein ziemlich sicherer. Die psychologische Beobachtung des Outsider-Publikums an der Fondsbörde ergibt ja genau das gleiche Resultat: Das Publikum kauft, weil die Preise steigen und verkauft, weil die Preise fallen, während der Grundsatz doch maßgebend sein sollte, ein Papier zu verkaufen, weil es hoch ist und zu kaufen, weil es niedrig und billig ist (die innere Sicherheit vorausgesetzt, was bei den Spiel-Konjunktur-Papieren meist der Fall ist).

Hierher gehören auch die sogenannten „wash sales" oder Scheinverkäufe: eine Gruppe verkauft durch eine Anzahl Brokers an sich

selbst mit steigenden und fallenden Preisen: als Ergebnis erscheint auf dem Kurszettel: Hausse oder Baisse.

Der Outsider hat in allen zu wenig Einblick und bekommt meist nichts zu sehen als die fertigen Notierungen und höchstens die, wie gezeigt, wenig besagenden Umsätze, das alles noch zu späterer Zeit, als Resultat einer Reihe von Tatsachen und Einflüssen, deren Bestehen er kaum ahnt, noch viel weniger deren quantitative Bedeutung auf den Markt er zu berechnen vermag. Daß die Herren der New Yorker Baumwollbörse aber ihr Geschäft verstehen, überhaupt in allen Fragen der Preisgestaltung, Statistik, des Nachrichtendienstes ihr Handwerk von Grund aus kennen, darüber besteht kein Zweifel. Dazu fehlt ihnen weder das Kapital — entweder sind sie selbst reiche Leute oder finden in Wallstreet gerne einen reichen Mann, der an einem smarten Coup mitverdienen will — die Anwesenheit an Ort und Stelle gestattet ihnen durch effektive Erfüllung der Kontrakte das gröbste Risiko abzuwenden. Vor allem aber kennen sie den Markt: eine Wissenschaft, die dem Jobber, der täglich im Ringe ist, dem gewiegtesten Beurteiler der Verhältnisse des Angebots und der Nachfrage, dem genauesten Kenner der Statistik gegenüber eine große Überlegenheit gibt. Denn der Markt zeitigt nicht jene Preise, die die realen Verhältnisse ergeben sollten, sondern Notierungen, welche der Meinung der Leute entsprechen, die im Markte kaufen und verkaufen. Die Börse ist oft ein feingestimmtes Instrument, welches auf die bedeutungslosesten Gerüchte reagiert, oft aber vollkommen unempfindlich, und die aufregendsten Nova bleiben ohne Wirkung. Es wird erzählt, daß ein bekannter New Yorker Spekulant, welcher längere Zeit hindurch à la baisse manipulierte, einen beträchtlichen Posten Terminware in Liverpool kaufte. Man glaubte, er habe sich gedreht, allein das war blos ein Anfühlen, wie der Liverpooler Markt disponiert sei und ob er bereits stark bullish reagiere. Auf diese Probe hin richtete er dann seine Engagements ein.

Langsam und vorsichtig bei stetigem Markte kaufen oder verkaufen, um dann mit einem großen Posten den schwach oder stark veranlagten Markt zu drücken oder zu treiben, um sich so günstige Bedingungen für weitere Operationen zu sichern, und sich dann im richtigen Momente zu „drehen“, das alles sind Kunstgriffe, welche blos der täglich im Ringe Stehende kennt.

In dieser Kenntnis, in der Unkenntnis der Outsider, den durch kleine Margen wackeligen Positionen, der richtigen Manipulierung des stock, liegt die Überlegenheit des professionellen Faiseurs, vor allem auch in der Klugheit, nie gegen den normalen Gang

der Ereignisse, welche außerhalb der menschlichen Berechnung liegen, und nie gegen die besser organisierte und kapitalsreichere Partei anzugehen. Bei gleichen Kräften entscheidet zwischen Kontremine und Mine schließlich doch der Lauf der natürlichen Bedingungen: die Behauptung, daß ohne Rücksicht auf Ernte, Angebot und Nachfrage und Konjunktur, kurz alle naturgemäß preisbildenden Elemente die Magnaten der New Yorker Baumwollbörse den Preis ganz beliebig machten, ist eine fromme Sage.[1])

[1]) Gerade die Erfahrung der letzten Monate hat dies gezeigt; die relativ kleinzuschätzende Ernte von 1907/08 schien günstige Bedingungen für Manipulationen à la hausse zu bieten. Allein es blieb nur bei Anläufen und nach kurzer Zeit mußten die Versuche aufgegeben werden oder scheiterten, trotzdem es an einer eigentlichen organisierten Kontremine gefehlt zu haben scheint; allein gegen die sinkende Konjunktur war nicht anzukämpfen und das Publikum zur nachhaltigen Beteiligung nicht mitzureißen.

IV.

Technik der Terminarbitrage und der Termindeckungen.

Es ergibt sich aus der Verschiedenheit der Kontrakte besonders bezüglich des Vergütungssystems, daß eine Spannung, „Parität“ genannt, zwischen den einzelnen Terminnotierungen bestehen muß und diese keine konstante sein kann.

Am einfachsten gestaltet sich die Berechnung der tatsächlichen Parität zwischen New York und New Orleans, da beide Märkte das gleiche Kontraktquantum (50 000 engl. Pfund Brutto) und die gleiche Notierung (in Cents pro Pfund) haben. Liverpool, dessen Schluß, 48 000 Pfund Netto, genau ungefähr bei der Berechnung der Tara nach Liverpooler Usancen dem Bruttogewicht von 50 000 Pfund (ca. 100 Ballen) amerikanischer Berechnung entspricht, notiert in Pences (d), ebenfalls pro Pfund. Bei einem Kurse von 4,80 $ = 1 Lstr. (Goldparität 1 Lstr. = 4,8664 . . $) entspricht 1 d genau 2 cts. und 1 Liverpooler Point 2 New Yorkern. Man hat also die entsprechende Liverpooler Notierung (März/April-Liverpool entspricht März-New York) mit 2 zu multiplizieren, um die Parität zu erhalten. Nach den Kontraktbedingungen wird Liverpool höher sein als New York. Die Praxis zeigt eine durchschnittliche Spannung von ca. 0,80 cts.; in der Börsensprache ausgedrückt: die normale Parität ist ca. 80.

Im Laufe der Saison 1906/07, da New York wie oben gezeigt, die niedrigen Klassen mit bedeutend zu kleinen offiziellen Abschlägen angesetzt hatte, stieg sie bis über 200, z. B.

30. Juli 1906

Liverpool, Schlußkurs	Juli/August	6,79 d × 2 =	13 58
New York	Juli	cts.	11,10
		Parität:	198

Entsprechend gestaltet sich die Berechnung zwischen Havre und den anderen Terminbörsen, unter Berücksichtigung des Quantums und der Notierung.

Für das Arbitrage-Geschäft von höchster Wichtigkeit ist die Zeitdifferenz der Eröffnung und des Schlusses der Märkte.

Liverpool und Havre eröffnen (westeuropäische Zeit) gleichzeitig um 10 Uhr, New York ebenfalls um 10 Uhr New Yorker Zeit, also ca. um 3 Uhr Nachmittags, New Orleans noch eine Stunde später. Nach Bremer Zeit sind sämtliche Eröffnungen und Schlüsse eine Stunde später.

Ein direktes Kabel verbindet die New Yorker Börse mit Liverpool und die jeweiligen Notierungen werden sofort und ständig telegraphisch übermittelt. Die Bremer Baumwollbörse ist ebenfalls mit der Liverpooler durch direktes Kabel verbunden und erhält auch via Liverpool die schnellsten Nachrichten über den New Yorker Markt. Die Verbindung über Land durch Telegraph zwischen New Orleans und New York ist in der Regel keine so prompte, wie die New Yorks und Liverpools.

Gleichzeitig sind also die Märkte von New York zwischen 3 und 4 Uhr westeuropäischer Zeit im Gange, und während dieses Zeitraumes ist das straddle-Geschäft naturgemäß am stärksten. New York bildet quasi die Fortsetzung des Liverpooler Terminmarktes: Bremen erhält somit z. B. von früh nach 11 Uhr bis Abends nach 9 Uhr ständig neue Terminnotierungen.

Auf Grund der technischen Schwierigkeit, die ohnehin stark in Anspruch genommenen Kabel zu benützen, ist das Arbitrage-Geschäft nur einem kleinen Personenkreise zugänglich.

Die Zeit, da New York seine Differenzen revidiert, bietet für offene straddles große Risiken; denn durch die Revision der Skala wird der Wert der einzelnen Kontrakte und die Parität vollkommen geändert.

Nehmen wir als Beispiel die entsprechenden Notierungen beider Börsen vom 9.—13. September 1906 für März bezw. März/April; am 11. September trat die neue Skala in Kraft:

	9.	10.	11.	12.	13.
			September 1907		
Liverpool: d	6,66	6,61	6,48 1/2	6,40 1/2	6,38 1/2
(Notierung × 2):	1332	1322	1297	1281	1277
New York: cts.	12,30	12,21	12,12	11,97	11,89
Parität:	102	101	85	84	88

Am 9. September 1906 aber war die Parität der September-Notierungen:

Liverpool	6,92 d × 2 =	1387
New York	11,62 cts.	1162
	Parität	225 Points

d. h. für die Märznotierung war bereits die wahrscheinliche Verbesserung des New Yorker Kontraktes diskontiert worden.

Daß der Arbitragist, sofern er sein Baisseengagement in einem manipulierten Monate laufen hat, in große Verluste kommen kann, da die Manipulation meist lokaler Natur ist und er daher sein Landinteresse im anderen Markte nicht entsprechend höher liquidieren kann, besonders wenn es zum Corner kommt, wurde bereits weiter oben ausgeführt. Daher empfiehlt es sich, im allgemeinen die Arbitrageengagements nicht unmittelbar bis zur Fälligkeit offen zu halten, da, je näher der Termin heranrückt, diese Gefahr umso größer wird.

Auch Spekulanten und Manipulatoren pflegen oft ihre Engagements durch Gegentransaktionen auf einem anderen Markte oder in anderen Monaten zu decken, um nur einen Teil des Risikos zu tragen und so in einer Position um so größere Posten Termine zu kontrollieren, ohne befürchten zu müssen, ev. nicht genügend Geld für Margen auftreiben zu können.

Auf das Risiko, welches der Händler (außer bei Preisvereinbarung: Basis + Aufschlag) durch die Zeitdifferenz zwischen Ankauf effektiver Ware und der Ausführung des entsprechenden Terminverkaufs läuft, wurde schon auf Seite 29 hingewiesen. Sobald jedoch letzterer effektuiert ist, ist prinzipiell die Preisgestaltung der Baumwolle als solche für ihn ohne Belang. Ihn interessieren nur die Veränderungen, welche jeweils für die effektive Sorte als Qualitätsprämie (Aufschlag) über Terminnotierung bezahlt werden.

Nun aber ist der Wert der verschiedenen Positionen auf dem Terminmarkt ein verschiedener und die Spannung zwischen loco middling und den einzelnen Basisnotierungen keine konstante. Konstanter sind regelmäßig die Auf- und Abschläge für effektiv gehandelte Qualitäten über loco middling und, als Qualitätsprämien durch den Ausfall der Ernte bestimmt, vom Terminmarkte unabhängig. Anbei die Differenzen zu middling loco für die hauptsächlichsten Qualitäten nach der Preisliste der vereidigten Makler der Liverpool Cotton Association.

1907	good ord.	low middl.	good m.	fully good m,	m. fair
9. Aug.	—124	—40	+54	+74	+108
16. Aug.	—114	—40	+54	+74	+108
27. Sept.	—114	—40	+54	+72	+106
4. Okt.	—108	—40	+42	+54	+ 88
25. Okt.	— 84	—36	+22	+32	+ 58
8. Nov.	— 76	—32	+20	+30	+ 56
6. Dez.	— 76	—32	+22	+32	+ 58
13. Dez.	— 74	—32	+24	+34	+ 60
20. Dez.	— 76	—34	+26	+36	+ 62
1908					
3. Jan.	— 76	—34	+26	+36	+ 62

Liverpooler Punkte

Vergleichen wir hiermit die Spannungen zwischen middling-Terminnotierung (um $12^1/_4$ p. m. in Liverpool notiert) und loco middling (ca. um dieselbe Zeit festgestellt) vom 26. Oktbr. bis 1. Novbr. 1907.

	26.	28.	29.	30.	31. Okt.	1. Nov.	Schwankung
Oktober	30	$28^1/_2$	$25^1/_2$	26	$25^1/_2$	$26^1/_2$	$4^1/_2$
Okt./Nov.	$31^1/_2$	$29^1/_2$	$26^1/_2$	28	$28^1/_2$	$26^1/_2$	5
Nov./Dez.	39	$36^1/_2$	$31^1/_2$	34	$35^1/_2$	$33^1/_2$	$7^1/_2$
Dez./Jan.	$41^1/_2$	$38^1/_2$	32	35	$36^1/_2$	$34^1/_2$	$9^1/_2$
Jan./Febr.	43	40	$32^1/_2$	36	$37^1/_2$	$35^1/_2$	$10^1/_2$
Febr./März	$43^1/_2$	$40^1/_2$	$32^1/_2$	36	38	$35^1/_2$	$11^1/_2$
März/April	44	41	32	$36^1/_2$	38	36	12
April/Mai	$44^1/_2$	$41^1/_2$	32	$36^1/_2$	38	36	$12^1/_2$
Mai/Juni	$44^1/_2$	$41^1/_2$	32	50	$38^1/_2$	36	18
Juni/Juli	45	61	32	50	$38^1/_2$	36	28
Juli/Aug.	47	63	$30^1/_2$	53	41	$38^1/_2$	33

Liverpooler Punkte

Man ersieht daraus, daß sich die Aufschläge für eine Qualität über Basis zusammensetzen aus

1. einem konstanteren Teile = Qualität loco zu middling loco.

2. einer veriableren Spannung = middling loco zu Terminnotierung, welche in den einzelnen Positionen bedeutend schwankt, naturgemäß um so stärker, als die Lieferung entfernt ist, da der Locopreis mit dem laufenden Monat enger zusammhängt, als mit späteren Positionen.

Hierdurch gewinnen wir einen Einblick in jenes äußerst schwierige, Routine, Geschick, schnellen Entschluß und genaueste Kenntnis des Terminmarktes voraussetzende Geschäft des Händlers, seine Deckungskontrakte im Terminmarkte zu verkaufen. Diese sogenannte „hedge“ ist quasi der Preisträger und eine der vielen zur Ver-

fügung stehenden Positionen auf verschiedenen Märkten muß diese Funktion erfüllen: wenn wir die Kurven aller Terminnotierungen (aller Plätze und aller Positionen) ziehen und eine Kurve des jeweils billigsten Angebotes von effektiver Baumwolle, so wird sich nach Lage der Dinge eine Terminkurve für den Händler als günstigste ergeben, d. h. diejenige ist die beste, bei welcher der Abstand (= Aufschlag) von der Kurve für effektive Ware zurzeit des Ankaufes im Verhältnis zurzeit des Verkaufes die größte Differenz ergibt. Diese Verhältnisse zu berechnen und vorauszusehen, ist die Kunst des Händlers.

Als Kurz-Interessent auf dem Terminmarkte hat er sich vor allem vor manipulierten Monaten zu hüten, denn ein squeeze bedeutet nicht, daß Baumwolle an und für sich teuerer ist, sondern nur daß z. B. die Papier-Mai-Baumwolle, in New York so und so viel kostet, sogar der Bedarf an effektiver Ware zum Andienen wird im allgemeinen von lokalisiertem Einflusse sein. Es kann dem Händler, der in einem manipulierten Monat sein Kurz-Interesse offen hat, passieren, daß er eine riesige Prämie beim Eindecken des Verkaufskontraktes bezahlen muß, und somit, wenn die konkurrierenden Händler ihre Verkaufsengagements in einem anderen Monat billiger decken können, ihm seine Baumwolle um diese Prämie teuerer zu stehen kommt. (Im Dezember 1907 betrug in New York z. B. die Prämie von Dezember-Termin über Januar-Termin bis zu 0,70 cts.). Die Einrede, daß hierdurch die ganze Terminversicherung, welche hauptsächlich für die Notwendigkeit des Terminmarktes angeführt wird, schließlich auch keine Garantien gebe, und der Kauf auf Meinung, wie es früher war, dieselben Dienste leiste, ist jedoch falsch. Denn sogar die ungünstigste Gestaltung der Auf- und Abschläge, das Unglück seinen Verkaufs-Termin-Kontrakt in einem Monat, der stark à la hausse über die normale Spannung manipuliert wird, mit großem Verlust zurück kaufen zu müssen, das alles ist im Vergleich zu den Verlusten die aus den Preisschwankungen der Baumwolle als solcher resultieren können, minimal. Wie sich die Verhältnisse der Notierungen untereinander voraussichtlich gestalten, läßt sich aus Notierungen selbst mit einiger Routine ersehen; die Paritäten der Börsen geben meist einen guten Anhaltspunkt, da ja nicht an allen Plätzen dieselben Monate manipuliert werden. Außerdem erfährt der Händler meist durch Nachrichten oder Geschäftsfreunde, wenn sich eine Manipulation vorbereitet. Die Gestaltung der Aufschläge allerdings, ob sie sich stark vergrößern oder weniger, ist eine Erntequalitätsfrage, aber immerhin die Sicherheit

vorhanden, daß es geschieht. — Dies alles sind Umstände, die sich, wenn auch nicht der Größe nach, so doch immerhin einigermaßen berechnen lassen: wie aber die Preisgestaltung der Baumwolle als solche sich gestaltet, das liegt außerhalb der menschlichen Berechnung, vor allem zurzeit, in welcher der Haupteinkauf des Handels geschieht, während der Ernte. Trotzdem gehört das Geschäft des Baumwollhandels zu den schwierigsten: die fast den ganzen Tag sich ändernden Notierungen, deren Zusammenhang zwischen den einzelnen Märkten (die Größe der Paritäten zu beurteilen, erfordert allein schon ein großes Maß von Kenntnis und Übung) die Gefahr, daß die laufenden Kurz-Interessen durch Manipulation gefährdet werden, der Entschluß, sie im richtigen Momente zu transponieren, dazu noch die nötige Kenntnis der effektiven Ware, des Bedarfs der Spinnereien, machen diesen Beruf zu einem äußerst aufregenden und lange Erfahrung erfordernden. Allerdings hat er den Vorteil, rein kaufmännisch abstrakt zu sein: durch Gründung der Baumwollbörsen, die Einheitlichkeit der Standards und Qualitätsbezeichnungen, der genau formulierten Kontrakte, der Arbitration und schiedsgerichtlichen Bestimmungen spielt das persönliche Element des Verkehrs mit den Kunden keine große Rolle. Wer zur bestimmten Zeit eine bestimmte Qualität billiger liefern kann, als der Konkurrent, hat den Vorzug, der von allen persönlichen Beziehungen ziemlich unabhängig ist. Reellität der Firma in Lieferung von bestimmter Güte nach Vereinbarung (starke Abweichungen sind durch die Vertragsbedingungen meist unmöglich oder doch unrentabel), ist das einzig persönliche am Baumwollhandel.

Deckungsterminkäufe im Markte, um Lieferung von effektiver Ware z. B. neuer Ernte, welche noch nicht erhältlich, zu einem bestimmten Preise zu sichern, sind weniger gefährlich, da die Möglichkeit, in einen manipulierten Monat zu kommen, keinen Schaden bringt. Allein hier ist es die große Schwierigkeit, die Aufschläge zu bestimmen, welche durch die Konkurrenz gedrückt, oft zu niedrig angesetzt, Verlust bringen können und auch oft schon gebracht haben. Daß die Aufschläge zurzeit der Ernte niedriger sein werden, ist ja anzunehmen, allein die absolute Höhe derselben zu berechnen, ist eine prekäre Sache. Hier muß eine vernünftig bemessene Spannung das Risiko ausschalten.

Am glattesten gestaltet sich der Kauf mit Offerte „Basis + Aufschlag“ und Verkauf „on call“, denn das Risiko trifft dann den Abnehmer.

Alle Manipulationen, die das Verhältnis der Notierung der

Monate zu einander stören, vor allem die Corners, sind nach dem Gesagten für den Händler eine Gefahr und dieser ist daher ein ebenso großer Feind der Manipulation, wie Pflanzer und Spinner. Als Mr. Sully anfangs des Jahres 1904 zweimal die Preise von ca. 10 cts. anfangs Februar bis über 17 cts., und nochmals im März über 16 cts. (18. März Sully's Zusammenbruch) besinnungslos in die Höhe trieb und die Händler nur mit äußerster Mühe in der Lage waren, Kapital für die Margen aufzutreiben, der ganze Markt demoralisiert war, die Spinnereien verkürzte Arbeitszeit einführten, bedeutete das für den Handel den größten Schaden und Nachteil. Große Preissteigerungen nötigen ihn, bedeutende Summen aufzutreiben, während für kleine Margen meist der Blanko-Kredit ausreicht.

Es liegt daher nahe, daß große Baumwollfirmen, welche die Macht dazu haben, es versuchen, die Faiseure unterzukriegen und entgegenzumanipulieren, z. B. statt ihre Deckungs-Termin-Verkäufe einzudecken, dem cornernden Faiseur ihre gesamten Vorräte anzudienen, so daß dieser entweder das gelieferte nicht bezahlen kann oder schließlich mit der Ware dasitzt und diese mit Verlust an den legitimen Händler zurückgeben muß. Die Terminoperationen großer Baumwollfirmen, welche den legitimen Handel zur Basis ihres Geschäftes machen, bedeuten nichts als die Verteidigung ihrer Interessen, um den Faiseuren zuvorzukommen.

V.

Bedeutung des Terminmarktes für die Baumwollindustrie und den Baumwollwarenhandel.

Um die Bedeutung und den Wert des Termingeschäftes in Rohbaumwolle für Spinner, Weber, Katundrucker, Grossisten usw. beurteilen zu können, ist es notwendig, festzustellen

1. welchen Anteil der Wert des Rohproduktes im Preise der Garne, Gewebe, bedruckter Ware usw. hat und

2. inwiefern der Preis dieser Fabrikate durch die Preisfluktuationen des Rohmaterials beeinflußt zu werden pflegt.

Vor allem muß gleich hier bemerkt werden, daß naturgemäß auf diese Fragen eine mathematisch genaue Antwort nicht gegeben werden kann. Der Handel läßt sich, da auf reinen Zahlendaten: Preis, Transport- und Unkosten beruhend — sogar die Risikoprämie wird schließlich durch Erfahrung zu einer mehr oder weniger konstanten Größe — annähernd rechnerisch erfassen, jedenfalls bei einem Weltartikel wie Baumwolle. Ganz anders liegen die Verhältnisse bei der Industrie: bei den Garnen entstehen durch verschiedene Stärke (Nummern), Drehung, Güte aus ein und derselben Qualität Baumwolle eine Reihe individueller Artikel, noch mannigfacher sind naturgemäß die Arten der verschiedenen Gewebe: bei bedruckten Sachen endlich ist die Variationsmöglichkeit eine unbegrenzte. Dazu kommt, daß bei der Berechnung der Spinner- und Webermargen — man nennt hier Margen die Summe, um welche ein Quantum Garn (Gewebe) mehr kostet, als das hierzu nötige Rohmaterial (Garn) — unter Berücksichtigung der Kosten der Fabrikanlage, der Arbeitslöhne usw. die Verhältnisse noch kompliziertere werden. Das große Gebiet der Baumwollindustrie bildet eben einen lebenden Organismus aus vielen nach eigenen Gesetzen bestehenden Einzelbestandteilen, die allerdings wieder unter sich zusammenwirken: ein Zusammenwirken, das wohl in einer mathematischen Funktion gefaßt werden könnte, die aufzustellen aber unmöglich ist. Jede empirische Formel, welche sich oftmals als richtig

erwies, ergibt in anderen Fällen ein falsches Resultat, da niemals erschöpfend alle Faktoren als Unvariable eingestellt werden können. Rein theoretisch ist das Gebiet nicht zu erfassen; um wissenschaftlich ein Ergebnis zu haben, muß man eine Lebensader genau zu verfolgen suchen, um dann nach Analogie sich einen Begriff des Ganzen zu bilden. Mit der Verarbeitung der Baumwolle zu Geweben ist ja, wenn auch ein Hauptteil, so doch die industrielle Verwertbarkeit der Baumwolle noch lange nicht erschöpft; man denke an die Zwirnerei, die Trikotage (fils d'Ecosse), ganz abgesehen von der Fabrikation der Spitzen, der Vorhänge usw. usw.

Will man überhaupt die Preisfaktoren von Baumwollartikeln analysieren, um für die oben gestellten Fragen einen Anhaltspunkt zu gewinnen, so hat man einen sogenannten Standard-Artikel zu nehmen, d. h. einen gangbaren Artikel, welcher in so großer Menge fabriziert wird, daß immerhin ein großer Markt hierfür besteht.

Als Beispiel kann man den sogenannten Kaliko, eine Gewebeart, wählen, als Garne die entsprechenden Nummern. Als statistisches Material mögen die von C. Rommel, Stuttgart veröffentlichten Kurven über Baumwollpreise (middling loco Bremen in Pfennigen pro $^1/_2$ kg), Garne (36/42 Garn in Pfennigen pro $^1/_2$ kg) und Gewebe (Kaliko, 24" 19/18 36/42,[1]) in Pfennigen pro m) dienen. Auf Grund der Kurven lassen wir die Berechnung für den Wert des Rohmaterials, der Spinner- und der Webermarge in Prozenten folgen für vier verschiedene Zeitpunkte, wobei der Preis des rohen Gewebes natürlich 100 % sein muß.

---

[1]) Die Garne werden mit Nummern bezeichnet; am geläufigsten ist die sogenannte englische Nummerierung: Nr. X heißt daß X Schneller (hanks) = 840 Yards 1 Pfund englische wiegen; 1 m Garn wiegt also 0,385 : x Metergramm.
Bei Geweben bedeutet: 34" die Breite in französischen Zoll.

19/18 bedeutet:
19 Fäden auf $^1/_4$ Pariser Zoll in der Kette,
18 Fäden auf $^1/_4$ Pariser Zoll im Schuß.

36/42 bedeutet:
das Kettengarn ist Nr. 36,
das Schußgarn ist Nr. 42.

Das Garn wird nach Gewicht in Spulen (Bobinen, cops) oder Bünden gehandelt:

warcops (längere Spulen) Zettelgarn,
pincops (kürzere Spulen) Schußgarn.

Mule bedeutet auf Selfaktormaschine, water (throstle) auf Ringspinnmaschine gesponnen.

	Rohmaterialpreis	Spinnermarge	Webermarge	Preis des rohen Gewebes pro m
Ende Jan. 1904	64 %	15 %	21 %	25,3 Pfg.
Mitte Juli 1904	55 %	22 %	23 %	20,3 "
Ende Jan. 1906	44 %	22 %	34 %	25 "
Ende Dez. 1906	37 %	34 %	29 %	27,3 "
Durchschnitt	50 %	23 %	27 %	24,5 Pfg.

Man sieht, daß die Faktoren beträchtlich schwanken, die Spinner- und Webermargen sind hier allerdings durchschnittlich etwas hoch, da von 1904 ab für diese Industrie eine Zeit seltener Hochkonjunktur einsetzte.

Die Weberei verkauft nun an einen Grossisten, dieser an einen Veredler, dieser wieder an einen Grossisten, welcher an einen Detaillisten und dieser an das Publikum weiter veräußert. Wir geben die Preise in den einzelnen Stadien wieder, die Gewinne der einzelnen Industriellen und Händler und den prozentualen Anteil des Rohproduktes, soweit er im jeweilig gezahlten Preise für das Fabrikat enthalten ist.

			Prozentualer Anteil der Rohbaumwolle
Preis der Rohbaumwolle	12 Pfg.	(12 Pfg.)	100 %
" des Garnes	17 "	(5 ")	71 %
" des rohen Gewebes	23 "	(6 ")	52 %
Verkaufspreis des Grossisten in rohen Geweben	24 "	(1 ")	50 %
Preis der veredelten Ware	39 "	(15 ")	30 %
Verkaufspreis des Grossisten in veredelter Ware	44 "	(5 ")	22 %
Verkaufspreis des Detaillisten	60 "	(16 ")	20 %

alles pro m Ware gerechnet.

Diese schematische Aufstellung kann auf genaue Richtigkeit und Allgemeinheit keinen Anspruch machen, gibt aber immerhin einen Anhaltspunkt für die Größe der einzelnen Preisfaktoren.

Die Frage nach dem Anteil des Rohmaterials im Preise des jeweiligen Fabrikats oder der jeweiligen Ware ist, soweit möglich, hiermit erläutert. Zur Frage nach dem Einflusse der Baumwollpreisschwankungen auf die anderen Preise ist zugleich damit eine Grundlage gegeben.

Je näher das Fabrikat der schließlichen Konsumtion durch das Publikum rückt (Gewebe ist näher als Garn, veredeltes Gewebe näher als rohes), um einen so geringeren Anteil hat das Rohmaterial prozentual

am Preise. Gleichzeitig nimmt auch, worauf bereits oben hingewiesen wurde, die Individualisierung der Ware zu, ihre Fungibilität ab und der Markt wird dementsprechend ein um so kleinerer. Es werden also bei der Preisbestimmung nicht so sehr die Produktionskosten die bei freier Konkurrenz, vor allem auf dem Weltmarkte entscheidend sind, ausschlaggebend sein als vielmehr die Qualitäten der Ware, bei Katunen z. B. die rein geistige Leistung der Schönheit des Dessins.

Wäre es möglich, Kurven für die Marktpreise der Ware in den einzelnen angeführten Fabrik- und Handelsstadien zu ziehen (bei bedruckter Ware als vollkommen individuellem Artikel wäre es wohl äußerst schwer, beim Detailpreise mangels normaler Anhaltspunkte noch schwieriger), so würden wohl zwei Erscheinungen sicherlich zutreffen:

1. Je mehr das Fabrikat oder die Ware der Konsumtion durch das Publikum sich nähert, um so unabhängiger wird deren Preiskurve von der Rohmaterialkurve, sowohl was die Größe, als auch den Wechsel der Schwankungen anbelangt; (ein gleichzeitiges Steigen der Baumwollkurve und Fallen der Garnkurve und umgekehrt ist keine allzu seltene Tatsache).

Begründet ist dies, wie gezeigt dadurch

a) daß der Anteil des Rohmaterials am Preise ein prozentual geringerer wird,

b) daß für die Ware, je individueller sie wird, um so speziellere und vom Baumwollmarkt unabhängigere Verkaufsmöglichkeiten bestehen.

2. Die Kurven nähmen sukzessive an raschen Schwankungen ab; bei der Detailverkaufspreiskurve würde wohl die gerade Linie mit Preisveränderungsverbindungsstücken wechseln.

Das Termingeschäft als Risikoversicherung für den Industriellen und Baumwollwarenhändler gegen Preisschwankungen des Rohmaterials ist, wie wir gesehen haben, dann unnötig, wenn der Verkaufspreis durch einen Lieferungskontrakt gesichert ist. Die oben theoretisch aufgestellte Behauptung, daß mit Hilfe von Abschlüssen das Risiko bis zum Grossisten in veredelter Ware einschließlich ausgeschaltet wird, trifft nun in Wirklichkeit nicht in vollem Umfange zu. Das Risiko wird nicht vom Detaillisten allein getragen und für alle Zwischenglieder als Spinner, Weber usw. ist das Geschäft kein so glattes, wie zuerst dargestellt wurde.

Wer trägt nun die Gefahr der Entwertung des Rohmaterials?

War schon die Beantwortung der Frage nach dem Anteil des Rohmaterials im Preise des fertigen veredelten Gewebes eine schwierige, so ist hier eine allgemeine Beantwortung noch prekärer. Eines ist

unbedingt logisch richtig; das Risiko trägt dasjenige Glied der Kette vom Spinner zum schließlichen Konsumenten, das Ware kauft, ohne durch einen Verkaufskontrakt bereits gedeckt zu sein; z. B. ein Spinner, welcher Baumwolle kauft, sie verspinnt und dann erst für das Garn einen Käufer suchen muß; oder ein Kattundrucker, welcher rohe Gewebe auf eigene Rechnung bedruckt, um sie dann erst an Grossisten abzusetzen: kurz, diejenigen, welche „auf Lager arbeiten" oder „kaufen."

Wird bei einem Spinner ein Quantum Garn bestellt z. B. 10000 kg Nr. 32,[1]) so berechnet dieser nach dem Tagespreise den Wert der benötigten Baumwolle, schlägt seine Marge darauf und macht seine Offerte. Wird sie akzeptiert, so schließt er sofort mit einem Baumwollhändler zum Tageskurse auf Lieferung ab: er arbeitet dann „unter Kontrakt." Mit Abschluß der beiden Lieferungsverträge ist das Geschäft eine glatte Sache. Außer im Falle, daß eine Erhöhung der Arbeitslöhne eintritt, oder der Garnabnehmer insolvent wird, hat er bereits bei Abschluß seinen sicheren Gewinn. Für Veredler ist das Risiko dann ausgeschlossen, wenn sie „auf Façon" arbeiten, d. h. von einem Gewebehändler die rohe Ware zugesandt bekommen, um diese zu bleichen, bedrucken usw. und hierfür pro Meter im Akkord bezahlt werden. Der Gewinn ist in allen diesen Fällen eben ein rein industrieller. Daß Grossisten bereits ganz durch Bestellungen der Detaillisten gedeckt sind, ist der Natur des Geschäftes nach wohl ausgeschlossen; überhaupt dürfte das Risiko mehr bei denjenigen liegen, welche rohe Gewebe in eine individuelle Ware verarbeiten, also bei Händlern, welche Ware veredeln lassen, oder bei Veredlern, welche auf eigene Rechnung arbeiten.

Auf die abnehmende Fungibilität der Ware in der fortschreitenden Verarbeitung wurde bereits hingewiesen. Es wächst dadurch im Gange der Verarbeitung das sogenannte Absatzrisiko, d. h. die Schwierigkeit, für die Ware Käufer zu finden.

Im allgemeinen dürfte wohl für die Verteilung des Risikos folgendes gelten: In Zeiten der steigenden Konjunktur — eine nationalökonomische Untersuchung über das Wesen derselben, ob mehr durch das Vertrauen verursacht oder wirklich nur in der realen Kauflust und -kraft des Publikums (anläßlich guter Ernten

---

[1]) Der Abschlußvertrag läßt gewöhnlich dem Besteller einen gewissen Spielraum zwischen verschiedenen Nummern; denn der Spinner kann seine Maschinen innerhalb bestimmter Grenzen verschieden einstellen. Die Bestimmung der genauen Nummern erfolgt später, eventuell sukzessive: man nennt dies „einteilen" oder „disponieren". Ähnlich bei Bestellungen vom Weber (bezüglich Gewebeart) und Kattundrucker (bezüglich Muster und Farben).

z. B. usw.) begründet gehört nicht in den Rahmen dieser Untersuchung, jedoch dürfte das Vertrauen, die „Meinung“, wohl von manchen genau wie bei der Beurteilung des Geldmarktes bedeutend unterschätzt werden — in Zeiten der steigenden Konjunktur mit steigenden Preisen sucht jeder so schnell und auf so lange wie möglich abzuschließen, um sich einen noch billigen Preis zu sichern. Durch den Andrang der Nachfrage aber bestärkt, fordern die Spinner, Weber usw. höhere Gewinne. Diese Bewegung dauert fort, bis notwendigerweise eine Reaktion eintritt, bis die Lager zu sehr anwachsen, vielleicht auch das Publikum wegen der hohen Preise mit Neuanschaffungen zurückhält. Gleichwie der Flut die Ebbe folgt, tritt nun auch hier der Umschwung ein. Jeder sucht seine Engagements einzuschränken und wartet zum Abschluß neuer Kontrakte billigere Bedingungen ab. Der Rückschlag trifft meist zunächst die Grossisten, welche sich nun ihrer Bestände zu entledigen suchen. Soweit starke Elemente vorherrschen, werden die Preise gehalten, sonst treten Reduktionen ein. Neue Bestellungen bei den Webern werden nur so weit gemacht, als der Betrieb der Druckerei es erfordert. Hierdurch sehen sich die Weber gezwungen, kleinere Margen zu fordern. Die Rückwirkung auf die Spinner geschieht dann in analoger Weise. Dabei ist zu berücksichtigen, daß es für den Textilindustriellen aus technischen Gründen noch vorteilhafter ist, mit kleinem Gewinne alle Spindeln und Webstühle arbeiten zu lassen, als den Betrieb im einzelnen einzuschränken.

Sobald die Margen stark sinken, wird naturgemäß die Frage nach dem Einkaufspreise der Baumwolle die hauptsächlichste. Wer billig kauft, kann am Rohmaterial gewinnen. Hier bewährt sich die kaufmännische Eigenschaft des Spinners, oder besser gesagt seine spekulative.

In England und vor allem in Amerika, wo andere Arbeitsverhältnisse herrschen, als auf dem Kontinent, gestaltet sich die Abwehr der Industrie gegen die sinkende Konjunktur radikaler. Entweder wird die Arbeitszeit stark verkürzt (kürzerer Stundentag bzw. tageweises Außerbetriebsetzen der Fabrik) oder die Etablissements werden ganz geschlossen und die Arbeiter entlassen.

Nach alledem mag die Verwertbarkeit des Termingeschäftes für den Industriellen und Händler in Baumwollwaren als eine geringe erscheinen, umsomehr es oft sehr schwer ist, den Wert des Rohmaterials in der Ware zu schätzen, ferner wegen der Schwierigkeit der Benutzung des Terminmarktes zu Deckungen überhaupt, da dies genaue Fachkenntnisse erfordert. Allein abgesehen von der bereitshervorgehobenen äußerst wichtigen Tatsache, daß die Terminnotierungen

ein zuverlässiges Barometer für die Preisentwicklung der Baumwolle bieten, gibt es doch eine Reihe von Fällen, wo auch als Risikoversicherung Termintransaktionen sehr wertvoll sind. Die Deckungsverkäufe in futures z. B. bilden in England ein Surrogat für den handelsrechtlichen Lieferungskontrakt, welcher in Liverpool durch eine sehr weite Andienungsskala dem Spinner nicht immer genügend Garantien bietet, und ermöglichen den Kauf lagernder Ware nach Mustern.[1]) Spinner und Weber, welche nur Standard-Garne und -Gewebe auf Lager verfertigen, die relativ im Preise am meisten mit dem Rohmaterial kongruieren, wären wohl ohne die Möglichkeit der Terminversicherung sehr in Verlegenheit. Für kleinere Staaten z. B. die Schweiz, welche durch die Zollschranken Deutschlands, Italiens und Österreichs eingeschlossen ein limitiertes Konsumptionsgebiet bildet, ist diese Versicherung von geringerer Bedeutung, da das Absatzrisiko das Risikoder Rohmaterialentwertung übertrifft.

Manche Spinnereien pflegen, veranlaßt durch das Steigen der Aufschläge sich zu Beginn der Saison durch Einkäufe in besseren Qualitäten für das ganze Jahr zu decken; sind die Baumwollpreise als solche sehr hoch und die Garnverarbeitung noch nicht durch Kontrakt gedeckt, so wird wenn nicht der ganze Vorrat, so doch ein Teil, durch Terminverkauf versichert, um das Risiko des Wertverlustes wenigstens abzumindern. Die Berechnung der Margen über Terminnotierung für Garne und Gewebe ist ja schließlich für den kaufmännisch Erfahrenen, der den Gang der Dinge genau verfolgt, keine absolute Unmöglichkeit.

Der Terminmarkt hat, wie wir gesehen, den Baumwollhandel auf eine durchaus solide Basis gestellt und hierdurch der Industrie die Möglichkeit eines billigen und sicheren Bezuges gegeben. Würde er nun abgeschafft, so würden sich vielleicht die Nachteile nicht so sehr direkt für die interessierten Industriellen zeigen, allein die enorme Schädigung des Handels, der ohne die Möglichkeit der Risikoversicherung kaum mehr in dem jetzt bestehenden Umfange denkbar ist, fraglos auf die Industrie eine Rückwirkung ausüben. Der Handel wäre nicht mehr in der Lage, den Spinnern Rohmaterial zu Kaufbedingungen zu gewähren, die deren Gedeihen günstig sind. Dieser Gesichtspunkt wird von den Gegnern des Terminmarktes unter den Industriellen bei Weitem nicht genügend gewürdigt. Denn, daß die Abschaffung der Baumwolltermin-Börse einen konstanteren Preis für

[1]) Den Bedarf in ostindischer Baumwolle durch Terminkäufe in nordamerikanischer zu decken, wenn erstere nicht erhältlich, ist ebenfalls nicht ungebräuchlich.

Baumwolle zur Folge hätte, wird nach allem wohl niemand anzunehmen wagen. Ob auch gerade ein konstanter Preis — angenommen 11 cts. oder 12 cts. — das Ideal aller Industriellen und Baumwollwarenhändler darstellt, ist außerdem höchst zweifelhaft, da hierdurch jeder Konjunkturgewinn vollkommen ausgeschlossen wäre und die kaufmännische Überlegenheit ganz in den Hintergrund treten würde.

VI.

Stellung der Interessenten zur Terminbörse.
Preisbildung der Baumwolle.
Die Baumwollstatistik und deren Bedeutung.

Die großen Vorteile, welche der Terminmarkt durch die Möglichkeit der Versicherung bietet, stehen außer allem Zweifel.

Umso bestrittener ist die Frage nach dem vor- und nachteiligem Einflusse auf die Preisbildung. Während die Anhänger in demselben den vollkommendsten Ausdruck des konzentrierten Weltmarktes sehen, der gleichzeitig für Gegenwart und Zukunft Vorsorge trifft, bezeichnen ihn die Gegner als eine Erfindung der Börsenjobber, die den Spekulanten und der Manipulation zum Nachteile aller legitimen Interessenten das Preismonopol in die Hand spielte.

Die erbittertsten Feinde des Terminhandels waren und sind wie in der alten so auch in der neuen Welt die Produzenten.

Die alte Behauptung agrarischer Parteien, der Terminhandel oder vielmehr die berufsmäßige Spekulation halte die Preise zurzeit der Ernte niedrig, wenn der Landwirt (hier cotton grower) verkauft, um dann der Konsumtion mit Riesenprofit die Ware abzulassen, war auch in Amerika schon an der Tagesordnung und ist es noch. Abschaffung des Terminhandels und Durchführung der Silberwährung, sind auch dort die Losung der Interessenten des Baumwollbaues. Vor allem ist die New Yorker Börse verhaßt. Denn der Süden als Pflanzer und Eigner von Baumwolle ist natürlich Optimist und selbstredend Haussier und spekulierte à la hausse, schon um höhere Preise für effektive Ware herbeizuführen; die Schwäche dieser Position war für New York eine günstige Gelegenheit, da eben die realen Verhältnisse zwischen Ernte und Weltkonsum bei den relativ großen Erträgen der 90 iger Jahre niedere Preise bedingten.

Der Erfolg war, daß der Süden Unsummen an die New Yorker Baissiers zu bezahlen hatte.

Wenn New York in den letzten Jahren eher bullish war, so liegt das an den tatsächlichen Verhältnissen, da eher Baumwollmangel als Überfluß herrschte. Seid jener Zeit sind auch die Klagen der Pflanzer verstummt, allein eben die größere Wohlhabenheit läßt bereits neue Forderungen auftreten, z. B., daß unter 15 cts. pro Pfund nichts verkauft werden solle. Vielleicht werden kommende magere Jahre den Pflanzen des Südens beweisen, daß schließlich auch das Gesetz von Angebot und Nachfrage noch einige Geltung hat, daß es nicht genügt, einen Preis zu verlangen, sondern sich auch jemand finden muß, der ihn bezahlt.

Übrigens sollte[1]) eine vernünftige Benutzung des Terminmarktes weder theoretisch noch praktisch für den Pflanzer ausgeschlossen sein, umsoweniger, als jetzt größere Verbände und Genossenschaften kleiner Farmer bestehen, welche — das Minimalquantum von 100 Ballen ist allerdings für den Einzelnen zu groß — durch Terminverkäufe sich leicht einen guten Preis sichern können. Dazu gibt während des Reifens der Ernte genügend bullishe Momente. Dann ist das Geschäft für den Pflanzer ebenso glatt, (er deckt bei Verkauf der effektiv geernteten Baumwolle den Verkaufskontrakt ein) als für den Händler.

Für den Baumwollhändler ist die Möglichkeit der Termindeckung eine Lebensfrage; die Preisentwicklung als solche berührt ihn im großen Ganzen nur wenig: Man wird daher unter den Händlern wohl kaum einen prinzipiellen Gegner finden, obwohl auch von dieser Seite Forderung auf Verbesserung der Kontrakte und Usancen aufstellt werden, um die ungesunde Überspekulation zu beschneiden.

Bei der geringeren Bedeutung der Terminbörse als Versicherungsinstitut tritt für den Industriellen deren preisbildender Einfluß mehr in den Vordergrund. Die in den letzten Jahren oft relativ hoch getriebenen Preise und starken Fluktuationen, vor allen die Manipulationen des Jahres 1904 gaben zu Klagen Anlaß und es wurde versucht, durch gemeinsame Aktion unter Zusammenschluß der Textilindustriellen des ganzen Erdkreises Stellung gegen die Mißstände zu nehmen. Das Ergebnis waren die Baumwollkongresse und deren Beschlüsse. Im Mittelpunkte der Debatten stand natürlich die Frage nach Bezug und Preis des Rohmaterials. Es wurde vorgeschlagen

[1]) Durch Gesetze einer großen Zahl der Südstaaten (sogenannte anti-option bills) ist die Baumwollspekulation im Produktiongebiete selbst teils sehr erschwert, teils ganz verboten.

neue Gebiete für den Baumwollbau zu erschließen und Vereinbarungen versucht, im Falle zu hoher Preise internationale Arbeitskürzung (short time) eintreten zu lassen, desgleichen auch die Sanierung oder gar gänzliche Aufhebung des Terminmarktes, um die Manipulation zu bekämpfen.[1]) Im großen Ganzen aber sieht man heute in diesen Kreisen ein, vor allem aus ähnlichen wie S. 61 gegebenen Erwägungen, daß wenn auch nicht direkt, so doch indirekt das Termingeschäft für das Gedeihen aller Baumwollbranchen ganz unentbehrlich ist.

Baumwolle als Rohmaterial für die Textilindustrie hat keine Konkurrenz zu fürchten, da andere Rohstoffe, welche gleichen Zwecken dienen könnten (Leinen), bedeutend seltener und kostspieliger sind. Innerhalb der verschiedenen Baumwollsorten hat die nordamerikanische durchaus Monopolstellung. Die anderen Provenienzen sind durchwegs teuerer, mit einziger Ausnahme der ostindischen. Deren Verwertbarkeit ist jedoch eine äußerst beschränkte (ungemischt zu Garn blos bis ca. No. 25 verspinnbar). Durch die quantitative Überlegenheit der nordamerikanischen Produktion — ca. $^3/_4$ der gesamten Welternte — übt diese einen preiskontrollierenden Einfluß über die anderen Sorten aus; nur Mako (egyptische Baumwolle) hat sich in den letzten Jahren hievon emanzipiert, hauptsächlich wohl infolge der wachsenden Bedeutung der Terminbörse in Alexandria, woselbst diese Sorte gehandelt wird.[2])

Als Anhaltspunkte für die Grenzen, innerhalb deren sich die normalen Fluktuationen durchschnittlich bewegen müssen, können füglich die Produktionskosten und ferner die obere Grenze der für das fertige Fabrikat wohl zu zahlenden Preise, (unter Berücksichtigung des Anteils des Rohmaterials am Werte) betrachtet werden.

Bezüglich der Berechnung der Produktionskosten liegen auseinandergehende Berechnungen vor, was sich bei den wechselnden Erträgen, bei der Verschiedenheit der Kosten für Boden, Meliorationen, Arbeitskräfte usw., die zu Grunde gelegt sind, wohl erklären läßt. Wir geben die als verläßlich anerkannten Daten aus einem kürzlich über Baumwolle erschienenen Werke.[3])

---

[1]) Wie bereits erwähnt, beschäftigt sich der größte Teil der Fachliteratur mit diesem Thema. Hierzu vor allem die Broschüre von H. Heizmann, ferner Hermann E. Thomann, Die Baumwollspekulation und ihre Bekämpfung, Wirtschaftliche Publikation der Zürcher Handelskammer, Zürich 1905.

[2]) Auch in Liverpool wird Mako in Terminen gehandelt.

[3]) Das vorne angeführte Werk, die deutsche Bearbeitung von „Cotton" von C. Heine.

Durchschnittliche Ausgaben für Baumwollgewinnung per 2,5 Hektar.

Pflügen	1,55 $
Eggen	0,52 „
Säen und Düngerstreuen	1,65 „
Pflanzen	0,44 „
Behacken	1,34 „
Pflege	3,75 „
Samen (zur Aussaat)	0,35 „
Dünger	4,75 „
Pflücken	4,55 „
Entkernen	1,35 „
Anderweitige Ausgaben	2,88 „
	Sa. 23,13 $
Abzüglich:	
Wert des Samens (welcher an Ölpressen verkauft wird)	4,72 ℔
Durchschnittsunkosten für Gewinnung der Lintbaumwolle per 2,5 Hektar	18,41 $

Durchschnittsertrag an Lintbaumwolle	296 $
Ausgaben per ℔ Lintbaumwolle	6,2 cts.
Marktwert der Lintbaumwolle bei 10 cts. per ℔	29,69 $
Reingewinn per 2,5 Hektar	11,10 $

Nach Berechnung der Abschreibungen usw. kommt der Verfasser zum Resultat, daß ein Durschnittspreis von 10 cts. pro engl. Pfund ein angemessenes Minimum darstellt. Während der letzten Jahre wurde dieser Preis auch durchwegs erreicht.

Nehmen wir nun anderseits zur Beurteilung für die Fabrikate einen für die jetzige Zeit niedrigen Preis von 8 cts. und einen relativ hohen von 14 cts. und betrachten nach unserer Aufstellung auf S. 57, welche Preisänderung dies für veredelten Kaliko pro m ergibt.

Wir fanden, daß der Rohmaterialwert ca. 20 % des Ladenpreises ausmacht.

Angenommen, alle anderen Preisfaktoren blieben konstant, so würde das m kosten:

bei einem Preise von 8 cts. für middling (ca. 41 Pfg.): 55,6 Pfg.
„ „ „ „ 14 „ „ „ („ 76,5 „): 62,4 „

Man sieht, daß die Differenz kaum 7 Pfennige beträgt, also höchstens ca. 12 %. Die Behauptung, daß eine Preissteigerung bis 14 cts. noch lange keine lebensgefährdende für die Industrie ist, er-

scheint also gerechtfertigt und selbst eine größere Steigerung — schon allein durch höhere Arbeitslöhne vorauszusehen — wird der Monopolstellung der Baumwolle bei ihrer Unentbehrlichkeit und den relativ immerhin noch niederen Preisen kaum Eintrag tun. So konnten die Preise für Rohmaterial im Sommer 1907 bei einer Rekordernte (über $13^1/_2$ Mill. Ballen) auf 13,50 cts. (anfangs Juli, Ende August) steigen, und nie besannen sich die Spinner, deswegen den vollen Betrieb der Fabriken fortzusetzen, da die Waren Abnehmer fanden und alles unter Kontrakt war.

Ein Sinken des Rohmaterialpreises unter 10 cts. ist selbstverständlich nicht ausgeschlossen; eine dauernde Depression dürfte aber, wenn auch vielleicht erst nach längerer Zeit, eine Minderung der Produktion zur Folge haben und so wiederum eine Preissteigerung herbeiführen, vorausgesetzt, daß nicht neue Gebiete sich den Südstaaten und deren Erzeugnis als konkurrenzfähig[1]) erweisen und auf den Weltmarkt dauernden Einfluß erlangen.

Innerhalb dieser weiten Minimal- und Maximal-Grenzen herrscht das Gesetz von Angebot und Nachfrage, bestimmt einesteils durch die Baumwollvorräte, Ernteaussichten bezw. Umfang der Ernte, andererseits durch die Tendenz der Textilkonjunktur und Größe der Lager an fertigen Fabrikaten. Diese veränderlichen Faktoren finden auf den Terminmärkten, welche durch die Arbitrage wiederum in engem Zusammenhange stehen, unter Berücksichtigung des Eingreifens der Spekulation, die die Preise mit den Aussichten auf die Zukunft in Einklang bringt, sofortigen Ausdruck. Das Zustandekommen eines maßgebenden Kurses für Baumwolle ist überhaupt ohne Termingeschäft fast kaum denkbar.

Man hat vielfach behauptet, die Terminnotierungen bedeuteten eine Vorausbestimmung der dann bei Herankommen des Termins entsprechenden Lokopreise. Das trifft bei Baumwolle wohl nicht zu. Wir lassen als Gegenbeweis die höchsten und niedersten bezahlten Terminpreise von sechs Jahren für die einzelnen Monate (nicht in den einzelnen Monaten) folgen (Cotton facts 1907 nnd 1906, p. 43).

---

[1]) Zur Konkurrenzfähigkeit gehört nicht nur ebenso gute Qualität — die meisten Kolonialbaumwollen sind besser gestapelt als amerikanische — sondern auch gleiche Billigkeit, was von ersteren keineswegs erfüllt wird; die Nachfrage nach den teueren Mako-ähnlichen Sorten ist auf dem Weltmarkte eine ziemlich begrenzte. Zudem wird die Ertragsmöglichkeit der Union auf 30 000 000 Ballen geschätzt.

	1906/07		1905/06		1904/05		1903/04	
	Höchster	Niedr.	Höchster	Niedr.	Höchster	Niedr.	Höchster	Niedr.
September	11,18	8,58	11,25	6,98	14,35	9,40	13,20	7,92
Oktober	11,30	8,69	11,35	6,95	13,09	9,21	10,82	8,03
November	11,70	8,85	11,30	7,02	12,76	9,08	11,33	8,20
Dezember	13,30	8,90	12,01	7,05	12,70	6,39	13,82	8,25
Januar	11,31	8,99	12,12	7,32	10,98	6,35	15,87	8,16
Februar	11,40	9,06	12,21	7,42	11,15	6,48	16,75	9,16
März	11,48	9,02	12,42	7,56	11,00	6,52	17,04	9,14
April	11,47	9,19	12,45	9,91	11,23	6,61	17,10	9,24
Mai	11,54	9,19	12,55	8,60	11,23	6,64	17,46	9,20
Juni	11,98	9,35	12,46	10,00	10,96	6,75	17,27	9,25
Juli	13,00	9,35	12,61	9,85	11,15	6,73	17,55	9,25
August	12,50	9,35	12,30	8,65	11,22	6,80	16,88	9,86

	1902/03		1901/02	
	Höchster	Niedrigster	Höchster	Niedrigster
September	8,84	7,63	8,95	7,00
Oktober	8,86	7,52	8,37	6,92
November	8,84	7,53	8,20	6,90
Dezember	8,86	7,54	8,25	6,90
Januar	9,00	7,53	8,62	6,93
Februar	10,10	7,58	8,08	6,94
März	10,26	7,50	9,08	7,10
April	10,57	7,58	8,67	7,18
Mai	11,98	7,62	9,70	7,26
Juni	13,06	7,92	9,68	7,31
Juli	13,75	7,91	9,65	7,27
August	13,00	7,80	9,40	7,12

Ein rechnerischer Versuch, die Durchschnitte der Lokopreise mit dem vorher für diesen Termin bezahlten (unter Berücksichtigung der Aufschläge) im Zusammenhange zu vergleichen, scheitert an vielen Schwierigkeiten: Vor allem daran, daß nicht alle Termine gleiche Bedeutung haben, da nur einige Monate der legimitimen Versicherung hauptsächlich dienen, andere vorwiegend spekulative Umsätze aufweisen, andere wieder ganz vernachlässigt werden. Außerdem sind die Schwankungen so beträchtlich, daß das arimetische Mittel sogar aus vielen Notierungen ohne Berücksichtigung der Umsätze als zufällige Größe erscheinen muß im Verhältnis zu den geringen Differenzen zwischen den einzelnen Positionen im Ganzen.

Richtig ist der Gedanke der Vorausbestimmung nur insofern, als das Verhältnis der einzelnen Monate zueinander in einem bestimmten Augenblicke sich meist nach diesem Gesichtspunkte regelt. Der Terminmarkt berechnet eben nach den momentan gegebenen Verhältnissen (Vorräte, Stärke der Nachfrage) und denen der Zukunft, soweit sie sich schätzen und voraussehen lassen, (Größe der Ernte aus bebautem Areal, Stand der Pflanzen und Wetternachrichten schätzbar, voraussichtliche Tendenz der Textilkonjunktur) die Preise der Lieferungen für das ganze Jahr. Eine Änderung dieser Faktoren beeinflußt natürlich nicht nur die momentanen Lokopreise und nahen Termine, sondern hat auch eine mehr oder weniger große Rückwirkung auf alle Positionen, d. h. genau formuliert: Der Zusammenhang aller Positionen zu einem gegebenen Zeitpunkte untereinander ist enger als der Zusammenhang der Notierungen einer Position zu verschiedenen Zeitpunkten.

Als beachtenswert ergibt sich aus der Natur des Termingeschäftes das Folgende. Es besteht börsentechnisch die Möglichkeit auf 12 Monate hinaus zu kaufen und zu verkaufen (meist werden nur 5 bis 9 Monate im Voraus gehandelt). Durch die Möglichkeit, die Baumwolle einzulagern, oder eingelagerte Baumwolle zu halten, wenn die spätere Notierung entsprechend höher als die des näheren Termins, ist eine gewisse Grenze für den Report (Report: Prämie des späteren Monats über den vorhergehenden) unter den einzelnen Positionen gegeben. Man rechnet die Kosten des Überhaltens für einen Monat auf ca. 0,07 ct., bei einem Geldsatz von ca. 5 % und einem normalen Preise von 9 bis 10 ct., pro Pfund, (in Zeiten von Geldknappheit — die eingelagerte Ware wird natürlich lombardiert — entsprechend mehr). Folglich wird im Allgemeinen die Differenz des späteren Monats zum früheren 0,07 bis 0,10 ct. kaum übersteigen.

Die relativ kurze Periode der Pflücke, welche Ende August bis Januar/Februar dauert, bringt meist über $^3/_4$ des ganzen Ertrages auf den Markt. Es wird daher für die Termine Oktober bis Juli in sich eine staffelweise Steigerung der Notierungen untereinander sich herstellen als Folge der Kosten des Überhaltens.

Die Größe des Deports, d. h. der Prämie des früheren Monats über den späteren ist logisch nicht begrenzbar. Als Folge und Zeichen von Manipulationen à la hausse gab es schon Deports von fast 1 ct. (vgl. Kurse 1903/04) zwischen zwei aufeinanderfolgenden Positionen.

Im schnellen Ausgleiche und der raschen Regulierung der Marktverhältnisse für das ganze Jahr liegt der enorme Vorteil des Termingeschäftes: Pflanzer, Kaufmann, Industrieller usw. haben

zugleich auch stets eine Art Barometer und wissen, wie der Weltmarkt über die Preise der Baumwolle in Gegenwart und Zukunft denkt.

Als den natürlichen Bedingungen heterogenes Moment tritt beim Terminmarkte die sogenannte „technische Lage" des Marktes hinzu, d. h. die Verhältnisse der offenen Engagements, deren Disproportionalität der Manipulation die Handhaben gibt und durch die Outsidersspekulation verstärkt wird. Alle einschlägigen theoretischen Betrachtungen hierüber wurden bereits oben besprochen. Inwieweit die Umsätze, Jobber-, Arbitrage-, Deckungsgeschäft sind oder rein spekulativer Natur, das entzieht sich jeder halbwegs zahlenmäßigen Kontrolle. Die subjektiven Schätzungen nach dem Gefühle und der Börsenmeinung sind zu subtil, um in wissenschaftlicher Form Verwertung finden zu zu können. Im Ganzen werden die Einflüsse der Manipulationen oft überschätzt, da nicht alle Terminpreise von dem legitimen Handel von Bedeutung sind und oft nur in rein spekulativen Transaktionen bestehen: ein Argument gegen das Termingeschäft in den Augen jener, welche nicht im Schaden für legitime Interessen, sondern im Spiele an sich das Verwerfliche der Spekulation erblicken.

Es kann der Manipulation bei günstigen Umständen wohl gelingen, den Weltmarktpreis für Baumwolle auf kürzere Zeit zu beeinflussen. Eine längerdauernde, wirkliche Kontrolle des ganzen Weltmarktes durch eine Spekulantentruppe, selbst durch Besitz großer Bestände an effektiver Ware ist bei einem Artikel wie Baumwolle gänzlich ausgeschlossen.

Bezüglich der Größe der Schwankungen an einem Tage in New Yorker Punkten = $^1/_{100}$ ct. ist, empirisch festgestellt, zu bemerken: eine Fluktuation bis 5—8 Punkte ist ruhig, bis 15 Punkte normal, über 25 Punkte schon bewegt zu nennen. Die Differenz der einzelnen Tage (Schlußkurse) dürfte aber im Durchschnitt kleiner sein, als der Unterschied der höchst und niedrigst gezahlten Preise am selben Tage. Als Anlage folgen in Tabellen die Lokopreise von New York und Liverpool für eine Reihe von Jahren und die Terminpreise New Yorks für das ruhigere Jahr 1905/06 und das bewegteste Jahr 1903/04.

Von größtem Einflusse bei der Preisbildung sind naturgemäß die statistischen Daten, welche teils durch staatliche Organe, teils von Zeitungen und Zeitschriften nach bestimmten Gesichtspunkten veröffentlicht werden.

Unter den offiziellen Publikationen nehmen die sogenannten „Bureauberichte" des U. S. Departement of agriculture die erste Stelle ein:

1. Im Juni wird das mit Baumwolle bebaute Areal (acreage) geschätzt und zwar für jeden der Baumwollstaaten in Prozenten des im vorigen Jahre bebauten Landes. Diese Publikation wird häufig später revidiert.

2. Anfangs der Monate von Juni bis Oktober inklusiv erscheinen die Berichte über den Stand der Ernte (condition of Cotton Crop). Die Feststellung geschieht in Prozenten, wobei 100 % einen vollkommen gesunden, von aller Beschädigung durch Insekten und Dürre freien Zustand mit durchaus normalem Wachstum und normaler Entwicklung darstellen. 100 % bedeuten also an sich kein unerreichbares Ergebnis und sogar eine condition darüber ist theoretisch nicht ausgeschlossen.

3. Anfang Dezember wird eine Ernteschätzung erlassen (Crop estimation).

Außerdem erscheinen durch das U. S. Census Office veröffentlicht, von Anfang September bis Ende Januar halbmonatlich mit einem Schlußbericht im März die sogenannten „Ginner-Berichte", welche die Menge der bis dahin egrenierten Baumwolle angeben und einen Rückschluß auf die Größe der Ernte gestatten.

Unter den privaten statistischen Daten spielen die vom Fiancial & Commercial Chronicle, New York, als dem bedeutendsten amerikanischen Finanz- und Handelsblatte gemachten Aufstellungen die erste Rolle und werden in offiziellen Börsenberichten z. B. in Bremen als authentische Quelle veröffentlicht.

Sie umfassen:

Die Nachrichten bezüglich der Erntebewegung (Movement of the Crop):

Receipts at ports: Ankünfte in den Häfen, welche man gewöhnlich in „Gulf" und „atlantische" Häfen zu teilen pflegt. Ferner Angabe über die Größe der stocks (Vorräte) in diesen Häfen.

Exports from ports: Verschiffungen ins Ausland; die amerikanische Statistik unterscheidet als Exportländer meist nur Great Britain und faßt Deutschland, Frankreich, Rußland, Asien, Afrika usw., unter „Kontinent" zusammen.

Movement at the interior towns: Angabe der Ankünfte und stocks in den Haupthandelsstädten des Innern (Chronicle zählt 33 auf).

Das sogenannte overland movement, worunter man die Menge Baumwolle versteht, welche auf dem Landwege überhaupt (gross ov. mov.) verfrachtet bezw. welche den nördlichen Plätzen und Spinnereien zur Konsumtion (Export nicht mitgerechnet) zudirigiert wurde (net ov. mov.).

Aus diesen Faktoren ergibt sich die wichtige Größe des „came in sight“ oder „brought into sight“ (in Sicht kommen); sie wird berechnet, indem man:

die Ankünfte in den Häfen,
den Verbrauch der südlichen Spinner (Southern consumtion), das net overland movement zusammenzählt, und, im Falle, daß sich die stocks in den interior towas vergrößern, dieses Plus zuaddiert, im Falle des Abnehmens das Minus subtrahiert.
Man pflegt zu berechnen:

1. die Menge während der Woche (jeden Freitag Abend)
2. die Menge während der Saison (ab 1. September).

Die Größe der bis 31. August in Sicht gebrachten Mengen ergibt die Größe des Commercial Crop d. h. der in Handel gekommenen bezw. nachweisbaren Ernte, welche auch immer als Ernte kurzweg verstanden wird. Der Umfang der wirklich in einer Saison gewachsenen Baumwolle kann nur approximativ geschätzt werden, da die Vorräte, welche die Pflanzer in die neue Saison überhalten, sich der Statistik entziehen.

Die Berechnung des sogenannten Visible supply (sichtbare Vorräte) geschieht für Baumwolle überhaupt und nordamerikanische im besonderen. Die Vorräte der Spinner (Invisible supply) werden schätzungsweise periodisch publiziert.

Hieraus ergeben sich auch die Größen des einheimischen Verbrauches — man unterscheidet Southern und Northern consumtion. Die Mengen der auf dem Kontinent, in Großbritannien verbrauchten Mengen werden ebenfalls schätzungsweise publiziert. Die größte Autorität auf diesem Gebiete ist Mr. Thomas R. Ellison aus Liverpool.

Die durch die staatlichen Organe veröffentlichten Daten über acreage weichen von denen des Chronicle meist stark ab, vor allem aber zeigt die Ernteschätzung des U. S. agricultural Departement durchwegs eine bedeutend zu niedrig angesetzte Berechnung. Wir lassen diese Estimations und die Größen der Ernte in Ballen nach Berechnung des Chronicle folgen, bemerken aber hierzu, daß bei der staatlichen Schätzung die sogenannten linters (kurze Baumwollfasern, welche von den bereits egrenierten Samenkörnern durch einen nochmaligen analogen Vorgang gewonnen werden) nicht mit inbegriffen sind, während sie beim Commercial Crop mitgerechnet werden.[1])

[1]) Um die Ernten zu vergleichen, rechnet man in statistical bales von 500 (früher 400) Pfund Nettogewicht, alle anderen Aufstellungen sind in Ballen von aktuellem Gewicht (running bales), auch die Größe des commercial crop.

	Staatliche Schätzung	Größe der Ernte nach Chronicle	Fehler: unterschätzt um
1906/08:	11,678,000	—	—
1906/07:	12,546,000	13,550,760	1,004,760
1905/06:	10,167,818	11,319,860	1,152,042
1904/05:	12,162,700	13,556,841	1,394,141
1903/04:	9,962,039	10,123,686	161,647
1902/03:	10,417,000	10,758,326	341,326
1901/02:	9,674,000	10,701,453	1,027,453
1900/01:	10,100,000	10,425,141	325,141
1890/00:	8,900,000	9,439,559	539,559

Man sieht, die Abweichungen sind sehr beträchtliche. Um von der Schwierigkeit, die Ernte auch nur annähernd zu schätzen, ein Bild zu geben, lassen wir gleichfalls die Schätzungen der Mitglieder der New Yorker, der Liverpooler usw. Baumwollbörsen und bedeutender Leute (und Spekulanten) auf dem Gebiete des Baumwollhandels, ebenfalls meist im Dezember aufgestellt, für die Ernte von 1906/07 folgen. Diese ergab nach Berechnung des Chronicle 13 550 760 Ballen (Cotton facts 1906 p. V/VI.)

Die Schätzungen waren:	Ballen
Durchschn. v. 161 Mitgl. d. Baumwollbörse von New York	12 457 000
„ „ 148 „ „ „ „ Liverpool	12 443 000
„ „ 127 „ „ „ „ Memphis	12 682 596
„ „ 46 „ „ „ „ Yazoo City	11 996 999
„ „ 108 „ „ „ „ Havre	12 708 000
„ „ 108 „ „ „ „ Savannah	12 183 546
Mrs. Neill Bros., London . . . . . 13 000 000 zu	13 500 000
The New Orleans Times-Democrat (excl. linters)	12 450 000
Mrs. Latham, Alexander & Co., New York	12 150 000
Mrs. A. Norden & Co., „	11 250 000
Mrs. J. S. Bache & Co., „	12 118 424
Mrs. Dick. Bros. & Co., „	12 114 000
Mrs. E. F. Hutton & Co., „	12 490 300
Mrs. Theo. H. Price, „	11 750 000
Mr. Atwood Violett „	12 500 000
Southern Cotton Association (excl. linters)	11 146 000
Mr. Arthur J. Buston, Liverpool	13 000 000
Newburger Cotton Co., Grenada, Miss.	13 775 000
Mrs. Weil Brothers, Montgomery, Ala	12 650 000
Mrs. Dennis Smith & Co., Memphis Tenn. . . .	13 000 000
U. S. Departement of Agriculture (excl. linters) . .	12 546 000
Mr. J. Temple Gwathmey v. Mrs. Gwathmey & Co., New York	12 275 000

Es liegt auf der Hand, daß man auf vielerlei Weise versucht hat, empirische Gesetze zwischen den statistischen Daten und den Preisen aufzufinden, und manche Aufstellungen sind nicht wertlos.

Interessant unter anderem ist z. B. die Berechnung, an welchem Tage in den verschiedenen Jahren $^1/_5$, $^1/_4$, $^1/_3$ usw. der Ernte in Sicht kam und wir geben anbei diese Daten wieder, welche die Bewegung der Ernte während der Saison am besten veranschaulichen.

	1906/07	1905/06	19004/5	1903/04	1902/03	1901/02	1900/01	1899/1900	1898/99	Durchschnitt
$^1/_5$	24. Okt.	16. Okt.	18. Okt.	22. Okt.	15. Okt.	22. Okt.	17. Okt.	13. Okt.	15. Okt.	18. Okt.
$^1/_4$	31. Okt.	24. Okt.	26. Okt.	29. Okt.	23. Okt.	29. Okt.	24. Okt.	22. Okt.	25. Okt.	26. Okt.
$^1/_3$	14. Nov.	7. Nov.	10. Nov.	9. Nov.	5. Nov.	11. Nov.	7. Nov.	6. Nov.	6. Nov.	9. Nov.
$^1/_2$	13. Dez.	4. Dez.	10. Dez.	30. Nov.	4. Dez.	10. Dez.	6. Dez.	4. Dez.	30. Nov.	6. Dez.
$^2/_3$	16. Jan.	18. Jan.	8. Febr.	29. Dez.	9. Jan.	11. Jan.	10. Jan.	14. Jan.	28. Dez.	11. Jan.
$^3/_4$	6. Febr.	22. Febr.	18. März	18. Jan.	31. Jan.	4. Febr.	7. Febr.	7. Febr.	18. Jan.	6. Febr.
$^4/_5$	21. Febr.	19. März	6. April	1. Febr.	17. Febr.	25. Febr.	8. März	23. Febr.	4. Febr.	24. Febr.

Während der Zeit von Beginn der Bearbeitung des Bodens bis zur vollendeten Ernte, also ca. Mitte März bis Ende Dezember, spielen die Wetternachrichten aus den Baumwollstaaten eine große Rolle, da der Ertrag der Ernte hauptsächlich von meteorologischen Verhältnissen abhängig ist. Über Temperatur, Regenmengen usw. werden täglich Berichte ausgegeben.

Bei den großen spekulativen Interessen versteht es sich von selbst, daß alle diese Neuigkeiten nach Kräften tendenziös ausgenützt werden, um den Markt im gewünschten Sinne zu beeinflussen.[1]) Hört man auf die Baissiers, so fiel z. B. ein reichlicher, wohltätiger Regen; hört man auf die Haussiers, so ist infolge der Wolkenbrüche sicher schädliche Wurzelfäule zu erwarten. Daß auch bei allen Schätzungen meist natürlich der Wunsch der Vater des Gedankens ist, liegt auf der Hand.

Mit noch größerer Vorsicht sind die halboffiziellen Gerüchte aufzunehmen über die Operationen der großen Spekulanten, ob diese à la hausse oder à la baisse liegen. Denn, daß ein Haussier, wenn er die Preise genügend getrieben und Leute braucht, die ihm seine teuren Kontrakte nun abkaufen, dies am besten an bullische Outsider besorgt, ist evident. Die Macht der Faiseure besteht darin, möglichst viele Mitläufer zu haben; Sullys großer Einfluß lag hauptsächlich im unbedingten Vertrauen des Publikums auf die Richtigkeit seiner Meinung.

---

[1]) Vgl. Einleitung des Aufsatzes „Sources of cotton supply“ von A. Schepperson, cotton facts 1904.

VII.

Vor- und Nachteile des Terminhandels in Waren überhaupt und Stellung des Gesetzgebers zu demselben. Möglichkeit und Wert einer Baumwollterminbörse in Bremen.

Im Vorhergehenden wurde versucht, von dem Terminhandel in Baumwolle, die ihrer Weltbedeutung als Rohmaterial und der enormen spekulativen Interessen wegen wohl als Standard-Spekulationsartikel bezeichnet werden darf, ein Bild zu geben und zugleich durch ein konkret ausgearbeitetes Beispiel über den volkswirtschaftlichen Wert des Terminhandels überhaupt ein Urteil zu erlangen.

Die Frage nach den Vor- und Nachteilen des Termingeschäftes ist durchaus aktuell; das deutsche Börsengesetz ist zwar revidiert (Novelle vom 8. Mai 1908), läßt aber noch viele Wünsche unerfüllt; in Amerika besteht eine starke demokratische Partei, welche die futures besonders in Baumwolle durch bundesgesetzliches Verbot — also eine schärfere Maßnahme als in Deutschland — abschaffen will, was in einzelnen Staaten besonders im Süden bereits teilweise geschehen ist.

Die Tatsache, daß die Mehrzahl, der bei der Gesetzgebung beteiligten Volksvertreter durch eine kaum minimale Sachkenntniß des Wesens dieses Instituts in ihrem Urteile getrübt ist[1]) oder einen durchaus einseitigen Standpunkt einnimmt, mag ja für manches als Erklärung dienen — soll es ja auch im Parlamente noch Leute geben, die offen mit ehrlicher Überzeugung für die Doppelwährung in Deutschland eintreten.

Der Terminhandel in Waren ist keine Erfindung der Börsenjobber, sondern hat sich, wie gezeigt, den Verhältnissen der modernen Entwicklung Rechnung tragend, aus dem Lieferungsgeschäfte in individuell bestimmter Ware herausgebildet. Daß eine solche Institution ausarten konnte, vielleicht mußte, ist klar, so gut die Erfindung des Papiergeldes, der Banknote, der Aktie usw., anfangs als Allerwelts-

[1]) Die Debatten über das Börsengesetz im Reichstage 1896 wenigstens müssen unbedingt diesen Eindruck hinterlassen.

heilmittel gepriesen, alsbald perniziöse Entartung und Nebenwirkungen zeitigte: man glaubte ja auch im Morphium, Chloroform usw. und in neuester Zeit z. B. in den Röntgenstrahlen Entdeckungen von nur heilsamer Wirkung gefunden zu haben, und war sehr erstaunt, daß unvorsichtiger Gebrauch große Nachteile im Gefolge hatte. Damit aber ist noch kein Recht zu einem apodiktischen Verdammungsurteil gegeben; bei richtiger Anwendung steht die Nützlichkeit außer Frage.

Die Intention des Reichsbörsengesetzes, den Outsidern nach Kräften das Börsentermingeschäft unzugänglich zu machen, ist eine vollkommen richtige gewesen. Der unerfahrene Outsider ist durchaus schädlich, er ist das Korrelat des Faiseurs; die Übervorteilung des ersteren macht Preisnotierungen möglich, welche dem legitimen Handel ausgesprochen nachteilig sind. Allein weniger hierin lag der psychologische Anstoß zu diesem Gesetze und seinen Maßnahmen, als im Neide und der immer stärker hervortretenden Bevormundungssucht durch den Staat, eine Tendenz, die unter angeblich anderen Motiven die Hauptveranlassung zu einer Reihe von Gesetzen der neuesten Zeit gewesen ist. Daß ein Spekulant „mühelos“, „durch Spiel“ Riesensummen verdiene, erschien zu ungerecht: da mußte ein Riegel vorgeschoben werden. Gleichzeitig war es heilige Pflicht, den kleinen Mann zu schützen; daß nachher der kleine — vielleicht auch der größere — Mann gegen Treu und Glauben Gewinne aus Termingeschäften einstrich und im Falle des Verlustes den Registereinwand erhob, das konnte man eher zulassen.

Daß das Termingeschäft in den meisten Fällen Differenzgeschäft ist, wurde immer und immer wieder vorgebracht, eine Tatsache, die ja auch von den Anhängern niemals geleugnet worden ist und eben zum Wesen dieses Instituts gehört. Dies abschaffen, heißt das ganze Geschäft seiner wesentlichsten Eigenschaft berauben, seine wirtschaftlichen Zwecke und Vorteile paralysieren. Allein neuerdings ist die Ansicht verbreitet, daß alles durch Gesetze sich erreichen läßt, daß staatliche Vorschriften wirtschaftliche natürliche Regeln ersetzen können, während doch diese nur dazu dienen sollten, die Entwickelung zu regeln, den neuen Gebräuchen und Formen den richtigen Platz einzugrenzen und sie auf eine gesunde rechtliche Basis zu stellen.

Daß auch das Termingeschäft dies benötigt, ist klar, so gut wie Banknote, Wechsel, Aktie usw. Das Deutsche Aktiengesetz speziell bietet das Beispiel einer durchaus mustergiltigen Regelung eines Gebietes, welches sonst dem gemeinen Betruge ein reiches Feld ungerechtfertigter Bereicherung eröffnet.

Abschaffung der Spekulation ist barer Unsinn und Utopie: Das

persönliche, freie Verfügungsrecht sollte doch in Zeiten, in denen noch Individualeigentum anerkannt ist, nicht in solcher Weise beschränkt werden. Auch der kleine Spekulant oder Outsider kann, wenn er richtig rechnet, nationalökonomisch von Vorteil sein. Außerdem ist die Vertreibung des spekulativen Kapitals ins Ausland aus fiskalischen Gründen unpraktisch.

Das Termingeschäft bezweckt, wie Herr H. Heizmann in seiner Broschüre richtig sagt, Umsatz in genereller Ware, ist also wesentlich Differenzgeschäft, speziell gerade bei den κάϑ' ἐξοχὴν legitimen Transaktionen.

Die mehr oder weniger ausgebildete Vollkommenheit dieses Handelsgeschäftes liegt einerseits in der Wahl der Terminware, welche die gesamten für den Welthandel bedeutungsvollen Sorten umfassen soll. Diese Fungibilisierung ist, wie wir gesehen haben, bei der Baumwolle stark ausgebildet, und der Terminmarkt bildet auch die Lebensader des Baumwollhandels.

Ein wichtiger, bei weitem nicht genügend gewürdigter Gesichtspunkt andererseits ist, ob auch der Zusammenhang der Terminnotierungen mit den Preisen für effektive Ware in richtiger Weise garantiert ist. Durch die Überlegenheit der alle anderen Börsen zusammen bei weitem übertreffenden Umsätze[1]) ist New York unbestritten tonangebend. Der Zusammenhang der effektiven gangbaren Sorten mit dem Wert des Kontraktes ist aber wegen des Systems der Zertifizierung und Vergütung entschieden unvollkommen und bildet einen tadelnswerten Mangel. Es wird hierdurch der Manipulation und den New Yorker Börsenmännern zu große Macht eingeräumt. Die rechnerisch nachweisbare Tatsache allein, daß es vorteilhafter ist, um fast 1 ct. teurer seinen Verkaufskontrakt einzudecken, als gangbare Ware aus dem Süden nach New York zur Andienung herbeizuschaffen, zeigt deutlich diese schwache Stelle. Wenn eine delivery aus elevators und lizenzierten Lagerhäusern im Baumwollgebiete, ähnlich wie beim Getreidekontrakte angängig wäre, so würden bedeutend gesündere Verhältnisse herrschen. Dieser Punkt ist rein börsentechnischer Natur, könnte daher auch gesetzgeberisch in genügender Weise geregelt werden, um die Solidität des Terminkontraktes zu garantieren, ohne dem Institute als solchem Abbruch zu tun. Im Gegenteil: die möglichst weite Andienungsmöglichkeit nicht nur punkto Qualität, sondern vor allem auch punkto Ort, würde allerdings die

[1]) New York ca. 50 bis über 250000 Ballen normal täglich; Liverpool 5—25000 Ballen.

Differenznatur, die reine Clearingfunktion noch stärker hervortreten lassen, aber das logische Band zwischen effektiver Ware und Terminkursen organischer gestalten.

Daß eine getrennte gesetzliche Behandlung des Waren- und Effekten-Terminhandels, wenn auch nicht in allen, so doch ganz wesentlichen Punkten, der Natur der Sache entsprechend wünschenswert ist, wurde bereits anfangs erwähnt. Nähere positive Vorschläge de lege ferenda gehören ins Gebiet der Fachpresse.

Zum Schlusse möge die vielumstrittene Frage nach der Möglichkeit und Nützlichkeit einer Terminbörse in Bremen nach den Hauptgesichtspunkten hier Raum finden.

Die Möglichkeit zunächst war bei dem Börsengesetze von 1896 nicht gegeben; fremde Firmen hätten sich dem Registerzwange nicht unterworfen.

Nach den Bestimmungen des Börsengesetzes in der Fassung vom Mai 1908 ist die Möglichkeit, daß Händler und Fremde legal durch Termingeschäfte obligiert werden, nicht ausgeschlossen.

Die eventuellen Bestimmungen sind auch bereits vorgesehen und ausgearbeitet, und wir lassen sie hier folgen:

Kontraktsquantum: 21 500 kg (ca. 47 000 englische Pfund), Gewichtsberechnung netto Tara wie in Liverpool; Gewichtsabweichungen bis 5 % erlaubt, werden nach Tageskurs für Basis middling verrechnet.

Lieferungszeit: Einmonatstermine.

Andienung: Durch Kündigungszettel, Andienung kurzweg genannt; 5 Tage nach Kündigung muß die Baumwolle abgenommen werden, wobei dieselbe zwecks Arbitrierung bemustert wird.

Basis ist middling; Stapelvergütung wird in Höhe bis zu 1 Pfennig pro ½ kg beim Arbitrieren gewährt. Die Abweichungen von der Basis werden von den Klassierern in Pfennigen nach Bremer Tageskurs angegeben. (Auf- und Abschläge analog wie New Orleans und Liverpool nach Marktpreisen der effektiven Ware).

Andienungsgrenzen: Nichts unter good ordinary; mehr als 5 % stark sandiger oder staubiger oder stained oder red Ballen dürfen nicht geliefert werden; indessen müssen diese minderwertigen Ballen mindestens den Wert von good ordinary haben. Keine Andienung darf aus mehr als 4 Losen bestehen; sie sind abzuliefern aus höchstens 2 Warenhäusern in Bremen

oder Bremerhaven oder Geestemünde, die durch die Kommission der Lagerhäuser anerkannt sind, und in welchen Käufer eventuell Empfänger zu festem Satze weiterlagern kann.

Das System der Abrechnung, der Nachschüsse, die Formalien sind im allgemeinen offen gelassen, dagegen die Fälle von falscher Andienung, Streitigkeiten usw. genau vorgesehen.

Die Notierung erfolgt in Pfennigen pro $^1/_2$ kg.

Diese Bestimmungen erinnern stark an die Liverpooler, was bei den ähnlichen Verhältnissen beider Städte als Importhäfen erklärlich ist.

Von Beachtung ist noch eine sogenannte „anti-corner-Klausel.“ [1]) Diese lautet:

„Um übermäßige Preistreibereien zu verhüten, soll der Verkäufer berechtigt sein, dem Käufer anzuzeigen, daß er beabsichtige, den Kontrakt auf den nächsten Monat zu schieben mit einer Strafvergütung von 5 Pfennigen pro $^1/_2$ kg gegen den am Tage der Anzeige 1 Uhr 45 Minuten notierten Preis des betreffenden Monats, wenn diese Erklärung spätestens bis zum 25. dieses Monats 12 Uhr mittags erfolgt ist. Erfolgt die Anzeige nach dem 25. dieses Monats, so erhöht sich die Strafvergütung für jeden Tag der späteren Anzeige um 1 Pfennig pro $^1/_2$ kg. Bei einer nach 12 Uhr mittags erfolgten Anzeige soll jedesmal der am nächsten Geschäftstage amtlich um 1 Uhr 45 Minuten notierte Marktwert des betreffenden Monats maßgebend sein.

Der Käufer ist verpflichtet, in eine solche Schiebung unter allen Umständen einzuwilligen.

Eine solche Schiebung des Kontraktes ist nur dreimal gestattet.“ (§ 115).

Der hauptsächlichste Vorteil bei Einführung einer Terminbörse in Bremen bestünde zunächst in folgendem: Die dortigen Händler wären in der Lage, ihre Deckungs-Termin-Transaktionen in Bremen selbst zu machen; das Risiko, daß während der Zeit des Verkaufs der effektiven Baumwolle durch die Agenten in den Industriezentren bis zur Deckung der Termin-Verkaufskontrakte durch die Marktlage sich gegen den zugrunde gelegten Preis stark änderte, wäre bedeutend vermindert. Vor allem wären die Bremer Händler vor Verlusten durch New Yorker Manipulationen gesichert und bei der meist lokalen Natur der Corner vor diesen geschützt. Im Falle eines Corners in Bremen könnten sie die effektive Ware andienen und somit allzugroße Verluste abwenden. Auch würden die großen Summen, welche

---

[1]) Existiert in Havre für Wolle und Kaffee.

für Kommission ins Ausland gehen, in Bremen bleiben, was immerhin einige Hunderttausende Mark ausmacht, die Ersparnisse an Kabelgebühren nicht mitgerechnet.

Die Selbständigkeit des Bremer Marktes wäre natürlich kaum gegeben; New York wird zunächst bis auf weiteres tonangebend bleiben. Durch den Umstand jedoch, daß New York zu einer Zeit eröffnete, in der Bremen schlösse, käme hauptsächlich Liverpool für die Arbitrage in Betracht. Verfolgt man den Liverpooler und Havreser Markt, die zeitlich ähnlich zu Amerika liegen, so findet man, daß dort die Preise bedeutend weniger schwanken als in New York, da nur die amerikanischen Schlußkurse maßgebend sind und die Differenz dieser meist kleiner ist als die Fluktuationen während des Tages selbst. Das Eintreffen der Voraussage, daß alle größeren Transaktionen in Bremen durch Arbitrage auf New York versichert würden und hiedurch Bremen über Parität teurer würde, erscheint hiernach recht zweifelhaft.

Bremen hätte wohl einen etwas kleineren Umsatz, als Liverpool, aber entsprechend den effektiven Transaktionen einen bedeutend größeren als Havre.

Gegen die Einführung sprechen vor allem moralische Bedenken: Man fürchtet, hiedurch Elemente heranzuziehen und zu bilden, welche dem Ansehen des Handels schaden, und der Spekulationssucht des Publikums Vorschub zu leisten. Das Bestehen spekulativer Elemente ist ja für eine Terminbörse unbedingt nötig, ein Bedürfnis, das wohl alsbald Befriedigung finden würde.

Somit erscheint die ganze Frage für und wider als rein prinzipielle in diesem Sinne. Vom börsentechnischen Standpunkte aus und auch vom rein volkswirtschaftlichen — man denke an die Erwerbsmöglichkeiten, welche die Terminbörse den hiezu benötigten Maklern, Kommissionshäusern usw. bieten würde — liegen jedenfalls keine Bedenken vor. Auf die Frage nach der Moral des Terminmarktes aber gibt es keine wissenschaftliche Beantwortung.

Anhang.

Baumwollkurse für middling upland loco in

(Die Preise sind, wenn der angegebene Tag ein Feiertag

New York (in Cents pro engl. Pfund Brutto).

Tages-Datum	1905—06	1904—05	1903—04	1902—03	1901—02	1900—01	1899—1900	1898—99	1897—98	1896—97	1895—96	1894—95
7. Sept.	10,70	11,25	12,50	8 7/8	8 5/8	10 1/8	6 1/2	5 3/4	7 1/2	8 1/2	8 1/4	6 15/16
14. "	10,90	11,00	12,00	8 7/8	8 3/8	10 3/4	6 3/8	5 3/4	7 3/8	8 5/8	8 1/4	6 7/8
21. "	10,85	11,30	11,60	9,00	8 5/16	10 1/2	6 5/8	5 9/16	6 13/16	8 5/8	8 1/4	6 11/16
28. "	10,90	10,80	11,25	9,00	8 1/4	10 3/4	6 7/8	5 3/8	6 5/8	8 7/16	8 7/8	6 7/16
5. Okt.	10,40	10,60	9,65	8,94	8 3/8	10 3/4	7 5/16	5 7/16	6 5/8	8 3/16	9 1/8	6 5/16
12. "	10,10	10,55	9,60	8,85	8 1/2	10 7/16	7 1/4	5 3/8	6 3/8	7 15/16	9 1/8	6 1/16
19. "	10,25	10,25	9,70	8,70	8 1/2	9 3/4	7 3/8	5 7/16	6 3/16	7 15/16	9 1/8	5 15/16
26. "	10,65	10,05	10,45	8,70	8 3/8	9 7/16	7 5/16	5 7/16	6 1/16	7 15/16	8 5/8	5 13/16
2. Nov.	10,95	10,15	10,50	8,65	7 7/8	9 9/16	7 7/16	5 5/16	6	8 3/16	8 15/16	5 3/4
9. "	11,80	10,15	11,15	8,45	7 7/8	9 9/16	7 3/4	5 5/16	5 7/8	8 3/16	8 3/4	5 5/8
16. "	11,15	10,15	11,30	8,30	8	9 7/8	7 9/16	5 3/8	5 7/8	7 3/4	8 7/16	5 5/8
23. "	11,75	9,80	11,30	8,50	8	10 1/4	7 5/8	5 7/16	5 13/16	7 5/8	8 9/16	5 7/8
30. "	11,80	9,30	11,65	8,[illegible]5	8	10 1/4	7 3/4	5 9/16	5 13/16	7 11/16	8 9/16	5 13/16
7. Dez.	12,60	8,00	12,50	8,50	8 3/8	10 1/8	7 11/16	5 5/8	5 7/8	7 9/16	8 3/8	5 3/4
14. "	12,00	8,15	12,45	8,55	8 1/2	10	7 11/16	5 13/16	5 7/8	7 1/8	8 9/16	5 3/4
21. "	12,10	7,60	13,00	8,70	8 9/16	10 5/16	7 9/16	5 13/16	5 7/8	7 1/8	8 1/4	5 11/16
28. "	11,90	7,00	14,10	8,85	8 1/2	10 5/16	7 11/16	5 7/8	5 15/16	7 1/16	8 1/4	5 11/16
4. Jan.	11,95	7,35	13,20	9,00	8 5/16	10 1/8	7 3/4	5 7/8	5 15/16	7 1/8	8 5/16	5 11/16
11. "	11,80	7,15	13,95	8 90	8 1/4	10 1/8	7 5/8	6 1/16	5 15/16	7 1/4	8 5/16	5 3/4
18. "	12,25	7,25	14,10	8,95	8 5/16	9 7/8	7 3/4	6 1/8	5 7/8	7 3/16	8 3/16	5 3/4
25. "	11,[illegible]0	7,10	15,25	8,95	8 5/16	10 1/8	7 15/16	6 3/8	5 7/8	7 1/4	8 5/16	5 11/16
1. Febr.	11,35	7,35	17,25	9,05	8 1/4	10	8 1/8	6 3/8	5 15/16	7 5/16	8 1/4	5 5/8
8. "	11,25	7,90	14,25	9,25	8 5/8	9 3/4	8 5/8	6 7/16	6 1/16	7 1/4	8 1/4	5 5/8
15. "	11,25	7,75	13,75	9,60	8 13/16	9 1/2	8 7/8	6 5/8	6 1/4	7	8	5 5/8
22. "	10,80	8,00	14,50	10,05	8 13/16	9 5/16	8 7/8	6 9/16	6 1/4	7 1/8	7 7/8	5 5/8
1. März	10,95	7,75	15,60	10,25	8 7/8	9 3/16	9 7/16	6 9/16	6 5/16	7 7/16	7 13/16	5 9/16
8. "	11,25	7,90	16,25	9,95	9 3/16	8 7/8	9 1/2	6 9/16	6 1/4	7 1/4	7 5/8	5 15/16
15. "	11,05	8,20	16,45	10,00	9 1/8	8 3/4	9 7/8	6 7/16	6 1/8	7 1/4	7 11/16	6 1/16
22. "	11,55	8,15	14,00	10,15	9	8 7/16	9 7/8	6 5/16	6 1/8	7 3/8	7 15/16	6 5/16
29. "	11,70	8,05	14,90	10,05	8 15/16	8 3/16	9 5/8	6 5/16	6 1/8	7 5/16	7 7/8	6 5/16
5. April	11,70	8,15	15,00	10,25	9 3/16	8 7/16	9 3/4	6 3/16	6 3/16	7 7/16	7 7/8	6 3/8
12. "	11,80	8,05	14,75	10,65	9 1/4	8 1/4	9 13/16	6 3/16	6 3/16	7 7/16	7 7/8	6 9/16
19. "	11,70	7,85	14,10	10,40	9 7/16	8 3/8	9 7/8	6 1/4	6 1/4	7 5/16	7 15/16	6 15/16
26. "	11,75	7,55	13,75	10,50	9 11/16	8 5/16	9 13/16	6 1/8	6 3/8	7 5/8	8 1/16	6 15/16
3. Mai	11,75	7,90	13,55	10,75	9 9/16	8 1/4	9 13/16	6 1/8	6 5/16	7 3/4	8 1/4	6 13/16
10. "	11,95	8,15	13,75	11,15	9 5/8	8 3/16	9 7/8	6 1/4	6 3/8	7 11/16	8 1/4	6 3/4
17. "	12,00	8,30	13,65	11,40	9 3/8	8 1/16	9 3/4	6 1/4	6 3/8	7 3/4	8 1/4	6 7/8
24. "	11,90	8,65	13,35	12,00	9 9/16	8 1/8	9 5/16	6 1/4	6 7/16	7 11/16	8 1/8	7 5/16
31. "	11,45	8,85	12,75	11,50	9 1/2	8 1/4	9	6 1/4	6 9/16	7 5/8	8	7 5/16
7. Juni	11,20	8,40	11,80	11,50	9 3/8	8 3/8	8 7/8	6 5/16	6 1/2	7 11/16	7 3/4	7 1/4
14. "	11,20	8,95	12,40	12,50	9 7/16	8 3/8	9 1/16	6 5/16	6 9/16	7 11/16	7 7/16	7 1/4
21. "	10,90	9,00	11,10	12,40	9 1/4	8 9/16	9 3/16	6 1/16	6 3/8	7 7/8	7 5/8	7 3/16
28. "	10,80	9,90	10,85	13,35	9 1/4	8 13/16	9 3/4	6 1/16	6 3/8	7 3/4	7 1/2	7
5. Juli	10,80	11,10	10,60	12,75	9 5/16	8 7/8	10	6 1/8	6 1/4	7 7/8	7 7/16	7 1/8
12. "	10,90	11 10	11,15	12,50	9 5/16	8 9/16	10 1/4	6 3/16	6 3/16	7 15/16	7 3/8	7 1/8
19. "	11,00	11,10	10,95	12,50	9 3/8	8 7/16	10	6 1/4	6 3/16	8	7 1/8	7
26. "	10,90	11,15	10,70	13,50	9 1/16	8 1/8	10 1/16	6 1/8	6 1/16	7 15/16	7 3/16	7
2. Aug.	10,90	10 95	10,50	12,75	8 15/16	8 1/16	9 3/4	6 1/8	6 1/16	8	7 7/16	7 1/8
9. "	10,60	10,85	10,65	12,75	9	8	9 13/16	6 1/4	6 1/8	8	8	7 1/4
16. "	10,30	10,50	10,65	12,75	9	8	10 1/8	6 3/16	6	8	8 3/16	7 9/16
23. "	9,90	11,25	11,20	12,75	8 7/8	8 3/8	9 7/8	6 5/16	5 3/4	8	8 5/8	7 3/4
30. "	9,80	11,15	11,65	12,75	9	8 5/8	9 5/8	6 1/4	5 3/4	8 1/4	7 7/8	8 3/16

New York und Liverpool 1894/95—1905/06.

oder Sonntag vom nächsten vorhergehenden Datum).

Liverpool (in Pences pro engl. Pfund Netto).

Tages-Datum	1905—06	1904—05	1903—04	1902—03	1901—02	1900—01	1899—1900	1898—99	1897—98	1896—97	1895—96	1894—95
7. Sept.	5,62	6,60	6,32	5 1/16	4 25/32	6 1/2	3 17/32	3 9/32	4 3/32	4 25/32	4 9/32	3 29/32
14. ″	5,53	6,80	6,56	4 11/16	4 19/32	7 5/32	3 9/16	3 1/4	4 3/32	4 11/16	4 9/32	3 27/32
21. ″	5,64	6,70	6,40	5 1/16	4 11/16	6 13/16	3 19/32	3 5/32	4	4 3/4	4 13/32	3 23/32
28. ″	5,71	6,04	6,06	4 11/16	4 11/16	6 5/16	3 15/16	3 1/8	3 7/8	4 23/32	4 11/16	3 9/16
5. Okt.	5,49	5,64	5,92	4,84	4 23/23	6 7/16	3 31/32	3 3/32	3 27/32	4 11/16	4 3/4	3 1/2
12. ″	5,34	5,66	5,82	4,80	4 15/16	6	3 15/16	3 3/32	3 25/32	4 1/2	4 27/32	3 11/32
19. ″	5,40	5,44	5,86	4,72	4 27/32	5 5/8	4	3 3/32	3 5/8	4 1/2	4 13/16	3 9/32
26. ″	5,81	5,42	5,82	4,70	4 21/32	5 7/32	3 15/16	3 1/16	3 15/32	4 17/32	4 5/8	3 7/32
2. Nov.	5,85	5,40	5,78	4,64	4 11/32	5 9/32	4	3	3 11/32	4 17/32	4 23/32	3 1/8
9. ″	6,07	5,46	6,10	4,54	4 5/16	5 9/32	4 7/32	3	3 7/32	4 19/32	4 19/32	3 1/32
16. ″	5,91	5,44	6,12	4,40	4 5/16	5 9/16	4 3/32	3 1/32	3 1/4	4 15/32	4 15/32	3
23. ″	6,03	5,18	6,08	4,54	4 3/8	5 5/8	4 1/8	3 2/32	3 1/4	4 11/32	4 9/16	3 1/8
30. ″	6,19	4,93	6,28	4,52	4 11/32	5 5/8	4 5/16	3 5/32	3 1/4	4 11/32	4 11/16	3 5/32
7. Dez.	6,38	4,22	6,74	4,46	4 17/32	5 9/16	4 5/16	3 1/8	3 1/4	4 9/32	4 9/16	3 5/32
14. ″	6,23	4,27	6,70	4,52	4 19/32	5 3/8	4 11/32	3 5/32	3 7/32	4 1/16	4 5/8	3 3/32
21. ″	6,34	4,08	7,14	4,52	4 21/32	5 1/2	4 5/16	3 3/32	3 7/32	4	4 1/2	3 1/32
28. ″	6,17	3,92	7,46	4,52	4 19/32	5 15/32	4 7/16	3 3/32	3 7/32	4 1/32	4 1/2	3 1/16
4. Jan.	6,21	3,89	6,88	4,74	4 7/16	5 17/32	4 7/16	3 3/32	3 1/4	4 1/32	4 19/32	3 1/32
11. ″	6,14	3,77	7,44	4,68	4 1/2	5 19/32	4 15/32	3 5/32	3 7/32	4 1/16	4 19/32	3 1/16
18. ″	6,21	3,81	7,54	4,78	4 1/2	5 15/32	4 9/16	3 1/8	3 3/16	3 15/16	4 1/2	3 1/16
25. ″	6,14	3,74	8,18	4,78	4 1/2	5 1/2	4 5/8	3 1/4	3 3/16	4	4 19/32	3
1. Febr.	5,94	3,83	8,92	4,88	4 15/32	5 13/32	4 21/32	3 1/4	3 3/16	3 15/16	4 19/32	2 31/32
8. ″	5,95	4,08	7,08	4,92	4 21/32	5 15/32	5 1/32	3 5/16	3 5/16	3 29/32	4 9/16	3
15. ″	5,86	4,17	7,26	5,14	4 21/32	5 13/32	5 3/32	3 7/16	3 11/32	3 35/32	4 17/32	3
22. ″	5,79	4,27	7,38	5,36	4 21/32	5 5/16	5 1/32	3 3/8	3 11/32	3 29/32	4 1/2	3 1/32
1. März	5,83	4,14	8,10	5,46	4 21/32	5 1/4	5 6/15	3 3/8	3 7/16	4 1/32	4 3/8	3
8. ″	5,90	4,17	8,50	5,22	4 25/32	5 1/32	5 13/32	3 15/32	3 13/23	3 15/16	4 5/16	3 1/16
15. ″	5,78	4,39	8,56	5,30	4 13/16	5	5 5/8	3 3/8	3 11/32	3 31/32	4 13/32	3 3/16
22. ″	6,00	4,28	7,84	5,42	4 13/16	4 3/4	5 15/32	3 11/32	3 11/32	4	4 13/32	3 9/32
29. ″	6,05	4,21	8,18	5,40	4 3/4	4 11/16	5 7/16	3 13/32	3 3/8	3 15/16	4 3/8	3 5/16
5. April	6,11	4,28	8,50	5,36	4 31/32	4 23/32	5 7/16	3 3/8	3 7/16	4 1/32	4 13/32	3 11/32
12. ″	6,16	4,27	8,24	5,40	5 1/16	4 19/32	5 7/16	3 3/8	3 7/16	4 1/16	4 3/8	3 7/16
19. ″	6,16	4,19	7,92	5,46	5 3/32	4 5/8	5 7/16	3 3/8	3 1/2	4 1/8	4 3/8	3 9/16
26. ″	6,05	4,07	7,74	5,46	5 5/16	4 21/32	5 7/16	3 3/8	3 5/8	4 3/16	4 13/32	3 21/32
3. Mai	6,04	4,30	7,56	5,56	5 3/16	4 7/16	5 15/32	3 11/32	3 9/16	4 1/4	4 13/32	3 19/32
10. ″	6,14	4,34	7,64	5,70	5 1/8	4 11/32	5 7/16	3 13/32	3 19/32	4 1/4	4 7/16	3 5/8
17. ″	6,26	4,37	7,62	6,14	5 1/32	4 11/32	5 7/32	3 3/8	3 17/32	4 5/32	4 11/32	3 23/32
24. ″	6,15	4,58	7,24	6,28	5 1/8	4 11/32	5 1/8	3 3/8	3 5/8	4 3/32	4 9/32	3 27/32
31. ″	6,07	4,71	6,90	6,34	5 5/32	4 3/8	4 15/16	3 13/32	3 5/8	4 1/8	4 5/32	3 7/8
7. Juni	6,01	4,59	6,48	6,44	5	4 21/32	4 29/32	3 7/16	3 9/16	4 1/8	4	3 7/8
14. ″	6,06	4,80	6,64	7,00	5 1/32	4 19/32	5 1/16	3 13/32	3 9/16	4 3/32	3 29/32	3 13/16
21. ″	6,12	4,93	6,16	6,88	4 29/32	4 11/16	5 1/8	3 3/8	3 7/16	4 1/8	3 31/32	3 11/16
28. ″	6,15	5,26	6,26	6,98	5	4 11/16	5 1/2	3 5/16	3 7/16	4 3/32	3 31/32	3 5/8
5. Juli	6,08	6,03	6,06	6,42	5 2/32	4 23/32	5 7/8	3 11/32	3 7/16	4 7/32	4 1/32	3 23/32
12. ″	6,10	5,99	6,54	6,36	5 1/16	4 5/8	5 27/32	3 5/16	3 7/16	4 7/32	3 31/32	3 23/32
19. ″	6,11	5,97	6,50	6,40	5 3/32	4 19/32	5 31/32	3 11/32	3 7/16	4 1/4	3 27/32	3 11/16
26. ″	6,06	6,09	6,08	6,64	4 29/32	4 13/32	5 25/32	3 3/8	3 13/32	4 1/4	3 25/32	3 11/16
2. Aug.	5,99	5,92	6,16	6,60	4 13/16	4 7/16	5 15/32	3 3/8	3 15/32	4 9/32	3 7/8	3 23/32
9. ″	5,84	5,98	6,08	6,64	4 7/8	4 3/8	5 5/8	3 7/16	3 1/2	4 9/32	4 5/16	3 25/32
16. ″	5,56	5,70	5,96	6,84	4 13/16	4 15/32	5 21/32	3 15/32	3 13/32	4 1/8	4 13/32	3 29/32
23. ″	5,34	5,88	6,36	6,76	4 29/32	4 7/8	5 3/4	3 1/2	3 5/16	4 1/8	4 23/32	4 1/16
30. ″	5,39	5,91	6,54	7,00	5 1/32	5 3/32	5 23/32	3 17/32	3 5/16	4 3/8	4 2/8	4 9/32

Cotton facts 1906 pag. 40/41.

Niederste und höchste wöchentlich gezahlte Terminpreise

In der Woche endigend am	September-Lieferung 1903	Oktober-Lieferung 1903	November-Lieferung 1903	Dezember-Lieferung 1903	Januar-Lieferung 1904	Februar-Lieferung 1904	März-Lieferung 1904	April-Lieferung 1904	Mai-Lieferung 1904	Juni-Lieferung 1904	Juli-Lieferung 1904	August-Lieferung 1904
4. Sept.	10,98	9,95	9,69	9,68	9,62	9,93	9,62	—	9,68	—	—	—
	11,68	10,69	10,38	10,36	10,30	10,11	10,29	—	9,90	—	—	—
11. „	10,58	9,60	9,50	9,50	9,49	9,53	9,48	—	9,50	—	—	—
	11,03	10,00	9,80	9,83	9,80	9,68	9,80	—	9,81	—	—	—
18. „	10,75	9,72	9,66	9,69	9,70	9,80	9,74	—	9,75	—	9,77	—
	11,48	10,10	9,99	10,01	9,98	9,93	10,00	—	9,99	—	9,95	—
25. „	10,80	9,33	9,34	9,34	9,32	9,36	9,33	9,50	9,41	9,43	9,44	—
	11,53	10,05	9,80	9,84	9,82	9,75	9,83	9,61	9,83	9,80	9,84	—
2. Okt.	10,80	9,28	9,30	9,34	9,34	9,36	9,36	9,43	9,42	9,57	9,50	—
	13,20	9,62	9,63	9,63	9,64	9,62	9,66	9,59	9,71	9,70	9,70	—
9. „	—	9,01	9,07	9,10	9,10	9,16	9,14	9,24	9,20	9,25	9,25	—
	—	9,44	9,46	9,50	9,51	9,36	9,52	9,35	9,60	9,35	9,63	—
16. „	—	9,10	9,12	9,18	9 17	9,30	9,20	9,25	9,26	9,35	0,28	—
	—	9,57	9,63	9,73	9,73	9,75	9,79	9,81	9,83	9,79	9,84	—
23. „	—	9,33	9,34	9,45	9,45	9,51	9,49	9,57	9,54	9,67	9,56	—
	—	9,87	9,85	9,94	9,93	9,90	9,98	10,00	10,01	9,94	10,00	—
30. „	—	9,79	9,78	9,84	9,79	9,82	9,82	9,88	9,87	10,00	9,88	10,15
	—	10,40	10,25	10,38	10,33	10,32	10,35	10,32	10,37	10,25	10,36	10,15
6. Nov.	—	—	10,12	10,25	10,15	10,20	10,20	10,35	10,27	10,31	10,27	10,15
	—	—	10,81	10,93	10,87	10,86	10,90	10,86	10,92	10,81	10,92	10,66
	(1904)											
13. „	10,08	—	10,68	10,70	10,72	10,72	10,75	10,76	10,78	10,81	10,79	10,58
	10,13	—	11,20	11,32	11,33	11,22	11,43	11,43	11,45	11,34	11,45	11,15
20. „	—	—	10,84	10,84	10,83	10,89	10,88	10,90	10,88	10,95	10,89	10,64
	—	—	11,16	11,26	11,28	11,22	11,37	11,33	11,38	11,38	11,39	11,13
27. „	—	—	10,90	10,62	10,99	11,04	11,04	11,08	11,04	11,06	11,05	10,77
	—	—	11,15	11,18	11,25	11,20	11,32	11,22	11,31	11,24	11,29	10,98
4. Dez.	—	—	11,27	11,17	11,21	11,25	11,30	11,32	11,29	11,34	11,29	10,93
	—	—	11,33	12,55	12,60	12,52	12,73	12,62	12,71	12,68	12,67	12,35
11. „	—	—	—	11,81	11,91	12,09	12,11	12,17	12,16	12,21	12,15	11,87
	—	—	—	12,41	12,49	12,55	12,60	12,58	12,60	12,56	12,59	12,27
18. „	—	—	—	12,04	12,10	12,25	12,29	12,36	12,35	12,46	12,35	12,07
	—	—	—	12,73	12,82	12,86	13,04	13,15	13,18	12,99	13,25	12,90
25. „	—	—	—	12,57	12,66	12,81	12,87	13,05	13,02	13,05	13,04	12,68
	—	—	—	13,45	13,51	13,58	13,81	13,75	13,91	13,84	13,92	13,47
1. Jan.	—	—	—	12,87	12,73	12,99	13,01	13,05	13,05	13,03	13,04	12,60
	—	—	—	13,82	13,88	14,00	14,18	14,20	14,26	14,24	14,27	13,90
		(1904)										
8. „	12,65	11,50	—	—	12,45	12,73	12,70	12,80	12,80	13,13	12,90	12,42
	12,65	11,50	—	—	13,42	13,55	13,74	13,72	13,95	13,87	13,96	13,50
15. „	—	11,25	—	—	13,10	13,33	13,38	13,53	13,61	13,61	13,63	13,20
	—	11,60	—	—	13,65	13,72	13,96	14,00	14,19	14,18	14,25	13,73
			(1904)	(1904)								
22. „	12,45	11,40	12,20	11,98	13,50	13,65	13,69	13,80	13,91	14,06	13,98	13,50
	13,37	12,62	12,20	12,10	14,55	14,52	14,75	14,85	14,95	14,98	15,03	14,37
29. „	13,05	12,48	12,40	12,40	14,35	14,91	14,59	15,13	14,78	14,85	14,87	14,21
	14,25	13,09	12,60	12,60	15,87	15,86	16,24	16,30	16,40	16,35	16,46	15,85
5. Febr.	12,60	11,80	11,70	11,40	—	15,50	13,75	14,16	13,99	14,28	14,08	13,25
	14,35	13,00	12,40	12,62	—	16,75	17,04	17,10	17,46	17,27	17,55	16,88
					(1905)							
12. „	11,53	11,00	11,50	10,65	11,50	13,43	12,30	12,50	12,69	13,00	12,80	12,15
	13,10	12,07	11,50	11,50	11,50	13,85	14,20	14,29	14,51	14,31	14,62	13,90
19. „	11,55	11,00	10,95	10,78	—	13,10	12,34	12,88	12,65	12,85	12,75	12,28
	12,60	11,80	11,25	11,38	—	13,62	13,90	13,81	14,26	14,19	14,28	13,76
26. „	12,05	11,38	11,35	11,17	—	13,68	13,40	13,87	13,75	13,93	13,80	13,40
	12,65	11,90	11,60	11,55	—	14,05	14,52	14,47	14,89	14,66	14,81	14,30

in New York für das Jahr 1903/04.

In der Woche endigend am	März-Lieferung 1904	April-Lieferung 1904	Mai-Lieferung 1904	Juni-Lieferung 1904	Juli-Lieferung 1904	August-Lieferung 1904	September-Lieferung 1904	Oktober-Lieferung 1904	November-Lieferung 1904	Dezember-Lieferung 1904	Januar-Lieferung 1905	Februar-Lieferung 1905
4. März	14,30	14,53	14,63	14,73	14,62	14,15	12,62	11,82	11,76	11,55	—	—
	15,78	15,88	16,08	15,94	16,00	15,44	13,74	12,65	12,45	12,36	—	—
11. "	15,49	16,00	15,80	15,81	15,66	15,08	13,35	12,38	12,13	12,02	—	—
	16,30	16,33	16,65	16,48	16,65	16,03	13,99	12,99	12,69	12,70	—	—
18. "	13,02	13,00	12,65	13,50	12,80	12,90	11,50	11,50	11,92	11,5[illegible]	—	—
	16,32	16,35	16,62	16,58	16,65	16,01	13,99	12,98	12,76	12,70	—	—
25. "	13,10	13,18	13,15	13,45	13,45	12,97	11,96	11,33	11,25	11,22	—	—
	14,50	14,60	14,37	14,41	15,01	14,48	12,80	12,00	11,90	11,90	—	—
1. April	14,44	14,55	14,50	14,81	14,71	14,20	12,50	11,80	11,95	11,64	—	—
	14,97	15,00	15,28	15,36	15,50	14,90	13,07	12,35	12,14	12,12	—	—
8. "	—	14,24	14,39	14,71	14,60	14,11	12,50	11,80	11,70	11,62	11,90	—
	—	14,92	15,28	15,32	15,45	14,92	13,05	12,33	12,19	12,15	12,15	—
15. "	—	13,80	13,71	13,94	13,93	13,40	12,25	11,66	11,57	11,51	11,53	—
	—	14,61	14,78	14,67	15,02	14,47	12,83	12,14	12,00	11,96	12,00	—
22. "	—	13,62	13,57	13,75	13,79	13,30	12,13	11,60	11,33	11,47	11,46	—
	—	13,88	14,20	13,98	14,43	13,86	12,50	11,92	11,76	11,75	11,75	—
29. "	—	13,50	13,29	13,49	13,53	13,07	11,75	11,22	11,16	11,10	11,08	—
	—	13,55	13,72	13,68	13,96	13,52	12,16	11,62	11,49	11,46	11,46	—
6. Mai	—	—	13,20	13,33	13,40	13,13	11,77	11,28	11,22	11,16	11,17	—
	—	—	13,72	13,78	13,89	13,61	12,15	11,65	11,35	11,49	11,52	—
13. "	—	—	13,15	13,38	13,35	13,08	11,74	11,28	11,20	11,17	11,21	—
	—	—	13,51	13,57	13,69	13,34	11,90	11,44	11,32	11,32	11,31	—
20. "	—	—	12,66	12,70	12,78	12,38	11,27	10,85	10,78	10,77	10,82	—
	—	—	13,47	13,53	13,69	13,31	11,88	11,39	11,31	11,29	11,30	—
27. "	—	—	12,45	12,53	12,54	12,16	11,05	10,68	10,65	10,60	10,63	—
	—	—	12,83	12,94	13,12	12,62	11,37	10,99	10,90	10,90	10,90	—
3. Juni	—	—	12,43	11,46	11,36	11,14	10,63	10,28	10,23	10,20	10,22	—
	—	—	12,49	12,48	12,70	12,25	11,11	10,75	10,66	10,64	10,66	—
10. "	—	—	—	11,04	11,08	10,63	9,83	9,50	9,47	9,42	9,47	—
	—	—	—	11,74	11,97	11,54	10,52	10,18	10,05	10,10	10,10	—
17. "	—	—	—	11,20	10,63	10,50	9,81	9,55	9,45	9,48	9,53	—
	—	—	—	12,17	12,48	11,90	10,75	10,14	10,03	10,07	10,13	—
24. "	—	—	—	10,35	10,29	10,10	9,45	9,30	9,31	9,37	9,37	—
	—	—	—	10,95	11,18	10,74	9,92	9,71	9,58	9,72	9,74	—
	(1905)											—
1. Juli	9,48	—	—	10,46	10,06	10,10	9,57	9,40	9,39	9,40	9,41	—
	9,60	—	—	10,46	10,75	10,65	9,95	9,75	9,66	9,73	9,76	—
8. "	9,32	—	—	—	10,05	10,03	9,40	9,21	9,22	9,15	9,21	—
	9,71	—	—	—	10,87	10,90	9,90	9,68	9,57	9,64	9,65	—
15. "	9,48	—	—	—	10,43	10,42	9,56	9,40	9,40	9,38	9,40	—
	9,72	—	—	—	10,99	11,00	10,09	9,72	9,60	9,65	9,66	—
22. "	9,52	—	—	—	10,41	10,35	9,74	9,48	9,44	9,44	9,47	—
	9,82	—	—	—	10,68	10,77	10,16	9,92	9,79	9,86	9,93	—
29. "	9,63	—	—	—	10,15	10,05	9,75	9,56	9,56	9,53	9,56	—
	9,91	—	—	—	10,34	10,38	10,09	9,92	9,78	9,84	9,87	—
5. Aug.	9,53	—	—	—	—	9,86	9,65	9,50	9,49	9,46	9,48	—
	9,94	—	—	—	—	10,28	10,09	9,97	9,86	9,90	9,91	—
			(1905)									(1905)
12. "	9,65	—	9,69	—	—	9,98	9,75	9,62	9,58	9,57	9,58	9,77
	9,92	—	9,89	—	—	10,25	10,07	9,90	9,76	9,84	9,85	9,77
		(1905)										
19. "	9,57	9,76	9,64	9,81	—	9,96	9,69	9,53	9,50	9,49	9,52	9,59
	9,79	9,76	9,84	9,81	—	10,16	9,97	9,76	9,67	9,73	9,75	9,71
26. "	9,79	10,21	9,83	—	—	10,25	9,97	9,76	9,72	9,72	9,73	9,17
	10,95	10,32	10,93	—	—	11,00	11,06	10,95	10,90	10,91	10,91	10,86
31. (4 Tage)	10,60	—	10,64	—	—	10,79	10,60	10,50	10,70	10,50	10,51	10,79
	11,15	—	11,23	—	—	11,04	11,25	11,16	11,01	11,16	11,16	11,98

Cotton facts 1906 pag. 44/45.

Niederste und höchste wöchentlich gezahlte Terminpreise

In der Woche endigend am	September-Lieferung 1905	Oktober-Lieferung 1905	November-Lieferung 1905	Dezember-Lieferung 1905	Januar-Lieferung 1906	Februar-Lieferung 1906	März-Lieferung 1906	April-Lieferung 1906	Mai-Lieferung 1906	Juni-Lieferung 1906	Juli-Lieferung 1906	August-Lieferung 1906
1. Sept.	—	10,56	10,69	10,65	10,72	—	10,80	—	10,88	—	—	—
	—	10,77	10,75	10,85	10,89	—	10,97	—	11,02	—	—	—
8. "	10,21	10,30	10,37	10,40	10,46	10,55	10,56	10,70	10,61	—	—	—
	10,61	10,83	10,77	10,95	10.99	10,62	11,05	11,05	11,09	—	—	—
15. "	10,14	10,25	10,23	10,31	10,37	10,45	10,44	10,62	10,50	—	—	—
	10,43	10,59	10,58	10,67	10,70	10,48	10,78	10,65	10,84	—	—	—
22. "	10,37	10,28	10,35	10,32	10,35	10,38	10,43	11,00	10,50	—	—	—
	10,53	10,65	10,58	10,78	10,84	10,68	10,94	11,00	11,02	—	—	—
29. "	10,43	10,37	10,50	10,60	10,66	10,84	10,79	10,95	10,88	11,11	11,00	—
	10,60	10,78	10,88	10,98	11,03	11,09	11,15	11,21	11,24	11,22	11,24	—
6. Okt.	—	9,60	9,75	9,87	9,95	10,08	10,06	10,26	10,13	10,44	10,32	—
	—	10,43	10,47	10,66	10,73	10,64	10,87	10,87	10,96	10,79	10,32	—
13. "	—	9,40	9,49	9,64	9,72	9,79	9,8[illegible]	9,91	9,93	10 00	10,03	—
	—	9,78	9,85	10,01	10,10	10,05	10,24	10,20	10,32	10,07	10,38	—
20. "	—	9,32	9,38	9,52	9,62	9,70	9,78	10,09	9,88	10,18	10,11	—
	—	9,93	10,03	10,19	10,30	10,37	10,47	10,52	10,57	10,40	10,33	—
	(1906)											
27. "	10,34	9,86	9,87	10,01	10,13	10,11	10,28	10,55	10,39	10,47	10,68	10,60
	10,47	10,45	10,46	10,63	10,75	10,79	10,90	10,92	11,02	10,63	11,02	10,60
3. Nov.	—	10,25	10,25	10,33	10,45	10,58	10,63	10,78	10,73	11,00	10,85	10,70
	—	10,46	10,72	10,86	10,99	11,04	11,18	11,01	11,28	11,25	11,33	10,70
10. "	—	—	10,86	10,82	10,95	11,06	11,16	11,39	11,24	11,58	11,30	11,63
	—	—	11,15	11,30	11,47	11,58	11,67	11,68	11,77	11,75	11,85	11,68
17. "	—	—	10,53	10,45	10,59	10,73	10,77	10,97	10,88	11,15	10,95	10,94
	—	—	10,77	11,14	11,30	11,42	11,52	11,25	11,64	11,52	11,73	11,40
24. "	—	—	10.42	10,33	10,47	10,62	10,65	10,63	10,75	10,83	10,83	10,66
	—	—	11,07	11,55	11,70	11,64	11,80	11,76	11,95	11,83	11,98	11,60
1. Dez.	—	—	—	11,06	11,24	11,44	11,48	11,63	11,61	11,72	11,68	11,60
	—	—	—	11,50	11,68	11,63	11,92	11,95	12,03	12,04	12,08	11,62
8. "	—	—	—	11,09	11,22	11,42	11,47	12,16	11,60	12,46	11,70	11,50
	—	—	—	12,01	12,12	12,21	12,42	12,45	12,55	12,46	12,61	12,30
		(1906)										
15. "	11,00	10,50	—	11,12	11,21	11,40	11,50	11,64	11,64	11,90	11,71	11,69
	11,00	11,10	—	11,63	11,78	11,71	12.07	12,03	12,22	12,03	12,27	11,80
22. "	—	10,90	—	11,42	11,42	11,80	11,75	11,70	11,80	12,00	11,95	11,96
	—	11,10	—	11,69	11,80	11,80	12,10	12,12	12,24	12,25	12,30	12,09
29. "	11,18	10,76	—	11,21	11,19	11,36	11,51	11,74	11,67	11,78	11,75	11,70
	11,18	10,90	—	11,57	11,57	11,44	11,86	11,86	12,01	11,83	12,08	11,92
3. Jan.	10,98	10,70	—	—	11,10	11,30	11,36	11,50	11,52	11,92	11,60	11,43
	11,05	11,00	—	—	11,48	11,60	11,78	11,83	11,92	11,92	11,98	11,82
12. "	10,76	10,62	—	—	11,07	11,26	11,32	11,41	11,44	11,47	11,50	11,30
	11,07	10,90	—	—	11,42	11,46	11,69	11,61	11,79	11,60	11,85	11,53
			(1906)									
19. "	10,90	10,72	10,62	—	11,25	11,38	11,45	11,70	11,54	11,61	11,59	11,47
	11,06	10,94	10,62	—	11,66	11,60	11,85	11,84	11,94	11,89	11,99	11,76
26. "	10,70	10,55	10,50	—	11,10	11,18	11,19	11,48	11,33	11,46	11,41	11,25
	11,03	10,92	10,50	—	11,61	11,28	11,80	11,79	11,92	11,94	11,96	11,74
2. Febr.	10,40	10,30	10,31	—	10,86	10,61	10,71	10,83	10,88	10,95	10,95	10,80
	10,68	10,61	10,48	—	11,15	11,08	11,30	11,25	11,41	11,27	11,48	11,28
				(1906)								
9. "	10,30	10,18	10,40	10,33	—	10,46	10,51	10,75	10,69	10,85	10,79	10,65
	10,53	10,44	10,43	10,43	—	10,68	10,95	10,93	11,14	11,06	11,23	11,00
16. "	10,40	10,27	10,33	10,30	—	10,63	10,52	10,75	10,70	10,80	10,81	10,73
	10,50	10,46	10,48	10,51	—	10,63	10,79	10,75	10,98	10,80	11,12	10,98
23. "	10,28	10,15	10,25	10,20	—	10,25	10,17	10,34	10,40	10,59	10,57	10,53
	10,45	10,44	10,39	10,50	—	10,38	10,76	10,54	10,94	10,98	11,07	10,93

in New York für das Jahr 1905/06.

In der Woche endigend am	März-Lieferung 1906	April-Lieferung 1906	Mai-Lieferung 1906	Juni-Lieferung 1906	Juli-Lieferung 1906	August-Lieferung 1906	September-Lieferung 1906	Oktober-Lieferung 1906	November-Lieferung 1906	Dezember-Lieferung 1906	Januar-Lieferung 1907	Februar-Lieferung 1907
												(1906)
2. März	10,14	10,31	10,40	10,52	10,56	10,53	10,25	10,16	10,24	10,20	10,30	10,25
	10,48	10,53	10,68	10,75	10,82	10,76	10,43	10,35	10,25	10,38	10,35	10,32
9. "	10,46	10,60	10,67	10,83	10,78	10,75	10,37	10,24	10,30	10,28	10,35	—
	10,66	10,64	10,87	10,85	10,98	10,90	10,50	10,40	10,37	10,41	10,43	—
16. "	10,18	10,3o	10,27	10,44	10,39	10,35	10,07	9,95	9,98	10,00	10,05	—
	10,43	10,41	10,63	10,65	10,72	10,62	10,31	10,20	10,19	10,26	10,25	—
23. "	10,35	10,52	10,38	10,59	10,45	10,50	10,07	10,10	10,20	10,05	10,12	—
	10,92	10,94	11,09	11,00	11,10	10,97	10,55	10,45	10,38	10,47	10,50	—
30. "	10,91	10,90	11,02	10,93	10,93	10,82	10,48	10,34	10,36	10,36	10,40	—
	11,15	11,12	11,30	11,17	11,22	11,05	10,65	10,51	10,49	10,53	10,55	—
6. April	—	10,97	10,95	11,11	10,92	10,80	10,47	10,32	10,37	10,35	10,43	—
	—	11,09	11,26	11,11	11,18	11,00	10,70	10,57	10,48	10,59	10,60	—
13. "	—	11,17	11.17	11,11	11,11	10,95	10,70	10,53	10,53	10,54	10,60	—
	—	11,20	11,38	11,24	11,27	11,09	10,72	10,66	10,60	10,67	10,68	—
20. "	—	11,02	11,04	11,02	10,93	10,77	10,46	10,35	10,38	10,36	10,41	—
	—	11,27	11,39	11,26	11,30	11,14	10,78	10,67	10,60	10,68	10,71	—
27. "	—	—	10,91	10,83	10,81	10,66	10,42	10,28	10,30	10,30	10,36	—
	—	—	11,28	11,11	11,16	10,94	10,70	10,55	10,43	10,54	10,57	—
	(1907)											
4. Mai	10,57	—	11,04	10,89	10,86	10,73	10,46	10,36	10,37	10,37	10,41	—
	10,60	—	11,26	10,89	11,06	10,88	10,58	10,50	10,40	10,52	10,56	(1907)
11. "	10,65	—	11,15	11,12	11,05	10,89	10,64	10,51	10,54	10,52	10,57	10,63
	10,89	—	11,43	11,21	11,27	11,09	10,88	10,82	10,72	10,82	10,86	10,81
18. "	10,72	—	11,32	11,16	11,09	10,93	10,66	10,62	10,61	10,61	10,65	10,68
	10,88	—	11,55	11,30	11,32	11,13	10,84	10,80	10,72	10,80	10,83	10,82
25. "	10,65	—	11,30	11,08	11,05	10,79	10,59	10,50	10,53	10,51	10,51	10,58
	10,81	—	11,49	11,21	11,20	10,95	10,72	10,70	10,65	10,70	10,73	10,72
1. Juni	10,42	—	10,70	10,47	10,50	10,34	10,26	10,25	10,38	10,28	10,33	10,34
	10,77	—	11,39	11,11	11,18	10,89	10,71	10,67	10,66	10,67	10,70	10,71
8. "	10,43	—	—	10,45	10,45	10,36	10,30	10,26	10,27	10,29	10,33	10,35
	10,61	—	—	10,60	10,69	10,56	10,45	10,50	10,42	10,56	10,54	10,50
15. "	10,50	—	—	10,71	10,57	10,42	10,37	10,29	10,32	10,34	10,38	10,39
	10,70	—	—	10,85	10,80	10,68	10,53	10,52	10,49	10,56	10,61	10,53
22. "	10,48	—	—	10,34	10,23	10,27	10,30	10,30	10,36	10,37	10,42	10,51
	10,61	—	—	10,66	10,69	10,53	10,47	10,45	10,41	10,51	10,55	10,51
			(1907)									
29. "	10,40	—	10,62	10,25	10,03	10,15	10,19	10,21	10,25	10,27	10,32	10,36
	10,56	—	10,64	10,32	10,36	10,41	10,39	10,41	10,37	10,48	10,52	10,45
6. Juli	10,34	—	—	—	10,14	10,19	10,20	10,16	10,21	10,22	10,25	10,26
	10,52	—	—	—	10,32	10,36	10,36	10,36	10,31	10,40	10,44	10,44
13. "	10,42	—	—	—	10,12	10,20	10,29	10,26	10,29	10,29	10,34	10,39
	10,68	—	—	—	10,27	10,36	10,41	10,47	10,41	10,53	10,58	10,46
20. "	10,52	—	10,70	—	10,00	10,12	10,23	10,29	10,34	10,37	10,41	—
	10,69	—	10,70	—	10,30	10,36	10,45	10,49	10,46	10,56	10,60	—
27. "	10,39	—	10,49	—	9,87	9,82	9,98	10,11	10,20	10,21	10,28	10,32
	10,56	—	10,53	—	10,11	10,14	10,22	10,33	10,31	10,41	10,44	10,38
3. Aug.	10,15	—	—	—	9,85	9,60	9,80	9,93	10,13	9,98	10,03	10,36
	10,51	—	—	—	9,92	10,01	10,11	10,27	10,29	10,36	10,40	10,44
10. "	9,90	—	9,97	—	—	9,33	9,40	9,54	9,70	9,66	9,76	9,89
	10,29	—	10,36	—	—	9,72	9,90	10,02	10,05	10,10	10,17	10,16
		(1907)										
17. "	9,47	9,83	9,56	—	—	8,99	9,02	9,21	9,34	9,31	9,37	9,45
	10,03	10,05	10,09	—	—	9,45	9,52	9,70	9,75	9,79	9,90	9,94
24. "	9,12	9,28	9,19	—	—	8,65	8,68	8,82	8,91	8,95	9,04	9,09
	9,45	9,40	9,50	—	—	8,94	9,00	9,21	9,22	9,31	9,35	9,40
31. "	9,12	9,19	9,19	—	—	8,65	8,60	8,74	8,85	8,90	9,00	9,10
	9,54	9,49	9,60	—	—	8,95	8,99	9,16	9,24	9,34	9,44	9,47

Cotton facts 1906 pag. 48/49.

Tagesbericht der Bremer Baumwollbörse.

New York, Freitag, 26. Juni 1908.

	Diese Woche	Vorige Woche	Gleichzeitig 1906/07	1905/06
Ankünfte.[1]) Atlantische Häfen .	16500	16000	15000	8500
Golf-Häfen . . .	26500	33000	9000	22500
Zusammen für die Woche . . .	43000	49000	24000	31000
Seit 1. Sept. Atlantische Häfen .	3476100	3459600	3422300	3159800
„ 1. „ Golf-Häfen . . .	4690200	4663700	6331700	4484200
„ 1. „ Zusammen . . .	8166300	8123300	9754000	7644000
Export.[2]) Nach Großbritannien .	20000	30000	25000	13000
Nach Bremen	1000	38000	—	8000
Nach dem übrigen Kontinent . .	20000	17000	15000	19000
Zusammen für die Woche . . .	41000	85000	40000	40000
Seit 1. Sept. nach Großbritannien	2837000	2817000	3733000	2771000
„ 1. „ nach dem Kontinent	4120000	4099000	4268000	3305000
„ 1. „ Zusammen . . .	6957000	6916000	8001000	6076000
Vorräte in allen Häfen	261000	278000	346000	318000
in 28 inländischen Plätzen . .	165000	188000	161000	182000
in New Orleans	74000	83000	64000	68000
in New York	76000	78000	163000	115000
Ankünfte in 28 inländ. Plätzen .	33000	32000	15000	16000
Ablieferungen von den Plantagen .	18000	23000	—	15000
Von amerikanisch. Spinnern genom.	28000	31000	9000	9000
„ „ seit 1. Sept.	1598000	157000	1496000	1379000

An Schiffsbord, nicht klart., in allen Häfen	heute	51 000	Ballen
„ „ „ „ für Großbritannien	„	14 000	„
„ „ „ „ für Bremen	„	9 000	„
„ „ „ „ für den übrigen Kontinent	„	10 000	„

Statistik über die Bewegung der Ernte
vom 1. September an, zusammengestellt vom „Chronicle".

	1907/08	1906/07	1905/06
Ankunft in den Häfen .	8 056 000 Bll.	9 599 000 Bll.	7 575 000 Bll.
Netto über Land . . .	859 000 „	1 324 000 „	952 000 „
Südlicher Verbrauch .	1 941 000 „	2 042 000 „	1 985 000 „
Inländische Plätze . .	103 000 „	72 000 „	63 000 „
Total in Sicht heute .	10 959 000 Bll.	13 037 000 Bll.	10 575 000 Bll.
In Sicht gebr. während der Woche	70 000 „	48 000 „	69 000 „
Von Spinnern im Norden genommen	1 758 000 „	2 560 000 „	2 302 000 „

Nach Hester in Sicht 68 000 Ballen.
Nach King in Sicht 38 000 Ballen.

---

[1]) Freitag: Atlantische Häfen 2400 Ballen, Golf-Häfen 2600 Ballen. Zusammen 5000 Ballen.

Heutige Ankünfte in Memphis, St. Louis, Augusta und Houston 4800 Ballen.

[2]) Freitag: Nach Großbritannien 12 000 Ballen, Kontinent 1000 Ballen, davon nach Bremen 1000 Ballen. Zusammen 13 000 Ballen.

Heutiger Export nach Mexiko, Japan usw. — Ballen.

Export nach Mexiko, Japan usw. für die Woche — Ballen für die Saison 196 000 Ballen.

Märkte	Middling			Heute	
	Heute	vor. Not.	Gleichz. 1907	Umsätze	Ankünfte
	c.	c.	c.	Ballen	Ballen
New York 10 Points niedriger	11,60	11,70	13,00	—	—
New Orleans unverändert	$11^{1}/_{2}$	$11^{1}/_{2}$	$12^{7}/_{8}$	} 400	1200
" l. m. "	$10^{1}/_{2}$	$10^{1}/_{2}$	$11^{7}/_{16}$		
" g. o. "	$9^{1}/_{4}$	$9^{1}/_{4}$	$10^{3}/_{16}$		
Savannah "	$11^{3}/_{8}$	$11^{3}/_{8}$	$12^{1}/_{2}$	100	1200
Charleston "	$11^{5}/_{8}$	$11^{5}/_{8}$	—	—	—
Mobile "	$11^{3}/_{8}$	$11^{3}/_{8}$	$12^{1}/_{4}$	—	200
Galveston "	$11^{3}/_{4}$	$11^{3}/_{4}$	$12^{7}/_{8}$	1000	1200
Norfolk "	12	12	$13^{1}/_{2}$	100	200
Memphis "	$11^{3}/_{4}$	$11^{3}/_{4}$	$12^{13}/_{16}$	400	1300
St. Louis "	$11^{5}/_{8}$	$11^{5}/_{8}$	$12^{3}/_{4}$	—	1300
Augusta "	$11^{7}/_{8}$	$11^{7}/_{8}$	$13^{1}/_{4}$	300	100
Wilmington "	$11^{1}/_{4}$	$11^{1}/_{4}$	$12^{1}/_{4}$	—	—

Wechselkurse.	Heute	Vor. Notierung
Schlußkurse auf London { in New York Handelswechsel . .	\$ $4,85^{3}/_{8}$	\$ $4,85^{3}/_{8}$
" " " Cabletransfers . .	\$ $4,86^{7}/_{8}$	\$ $4,86^{7}/_{8}$
" New Orleans Handelswechsel	\$ $4,83^{5}/_{8}$	\$ $4,83^{5}/_{8}$
Schlußkurse in New York auf Paris	Fr. $5,18^{3}/_{8}$	Fr. $5,18^{3}/_{8}$
" " " " " Berlin	$94^{7}/_{8}$ c.	$94^{13}/_{16}$ c.

Notierungen für „middling" auf Lieferung.

New York	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
Heute . . . c.	9,87	9,86	9,82	9,61	9,27	9,12	9,13	9,08	9,08	9,08
Vor. Notierung c.	9,95	9,95	9,86	9,68	9,26	9,09	9,12	9,06	9,06	9,06
Höher	—,—	—,—	—,—	—,—	—,01	—,03	—,01	—,02	—,02	—,02
Niedriger . .	—,08	—,09	—,04	—,07	—,—	—,—	—,—	—,—	—,—	—,—
Höchst bez. . .	9,95	9,95	9,86	9,63	9,32	9,12	9,17	9,13	9,08	9,12
Niedr. bez. . .	9,95	9,78	9,72	9,55	9,22	9,12	9,09	9,04	9,05	9,07
Umsatz Ballen (in Tausenden)	1	10	4	1	30	1	10	5	1	2

Notierungen für „middling" auf Lieferung.

New Orleans	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
Heute . . . c.	11,21	11,21	10,47	9,63	9,26	9,19	9,15	9,16	—,—	—,—
Vor. Notierung c.	11,27	11,27	10,52	9,75	9,29	9,24	9,18	9,21	9,20	9,20
Höher	—,—	—,—	—,—	—,—	—,—	—,—	—,03	—,—	—,—	—,—
Niedriger . .	—,06	—,06	—,05	—,12	—,03	—,05	—,20	—,05	—,—	—,—
Höchst bez. . .	—,—	11,21	10,50	9,60	9,31	—,—	9,15	9,22	—,—	—,—
Niedr. bez. . .	—,—	11,21	10,47	9,60	9,24	—,—	9,—	9,22	—,—	—,—

Der Markt für loko schloß in Galveston, Mobile und Memphis stetig und sonst ruhig.

Der Markt auf Lieferung in New York gab nach der Eröffnung nach auf Mangel an Vertrauen und schloß stetig zu 9 Points niedrigeren bis 3 Points höheren Preisen.

Günstige Ernte- und Wetterberichte. 20 000 bis 25 000 Notizen per Juli. Abgaben der Kommissionshäuser. Publikum untätig. Dick Bros. in New York schätzen den Durchschnittsstand auf 83,6 %. Anziehend, weil die Andienungen aufgenommen wurden. Technische Lage des Marktes haussefreundlich. Lokohändler kauften. Nachgebend auf zerstreute Glattstellungen infolge Zirkulation beträchtlicher Andienungsnotizen. Nachher unregelmäßig. Stimmung nervös. Anziehend auf kleineres Angebot, günstige Wochenstatistik und Nachrichten über kleineres Angebot im Süden.

Habersham King sagt: 90 % der Ernte brauchen während einer Woche keinen Regen.

Umsatz 80 000 Ballen.

Vorrat unter Börsenkontrolle eingelagert 63 000 Ballen.

Ausstehende Zertifikate 47 000 Ballen.

Der Markt auf Lieferung in New Orleans schloß ruhig zu einer Erniedrigung von 12 bis 3 Points.

Die New Orleanser Börse schloß um 1 Uhr zu Ehren des verstorbenen Grover Cleveland.

Wahrscheinliche morgige Ankünfte in Galveston 4000 Ballen, in New Orleans 1200 Ballen, in Houston 3000 Ballen.

Wetterberichte.

Für die letzten 24 Stunden bis heute früh 8 Uhr, New Yorker Zeit.

Durchschnitts-Temperatur und Wetter.

Atlantische Staaten (Nord-C. Süd-C. Ga.)	Zentral-Golfstaaten (Ala. Miss. La Tenn.)	Südliche Golfstaaten (Ark. Tex. Oklahoma.)
Max. 100 Min. 59 mäß. Regen	96 58 teilweise Regen	98 54 teilweise Regen

Station	Temperaturen		Regenfall Zoll
	Max.	Min.	
Charlotte, N. C.	86	64	heiter, 0,04
Augusta, Ga.	89	68	teilw. bew., 0,45
Thomasville, Ala.	91	70	bewölkt, 0,12
Montgomery, Ala.	92	67	heiter
Aniston, Ala.	90	62	heiter
Meridian, Miss.	88	62	heiter
Vicksburg, Miss.	88	69	heiter
Shreveport, La.	88	68	heiter
Fort Smith, Ark.	86	62	teilweise bewölkt
Little Rock, Ark.	93	68	teilweise bewölkt
Palestine, Tex.	86	68	teilweise bewölkt, 0,22
Taylor, Tex.	92	70	teilweise bewölkt, 0,78
Memphis, Tenn.	85	68	heiter
Oklahoma	81	62	heiter
Fort Worth, Tex.	90	70	teilweise bewölkt
Abilene, Tex.	88	66	heiter, 0,22

Regenfall in: Lumberton (Nord-Carolina) 2,51 Zoll, Newbern (Nord-Carolina) 2,69 Zoll.

In Aussicht: Ost-Texas: Teilweise wolkig. — Louisiana (verstümmelt) am Sonnabend Strichregen im Südosten. — Übrige Gebiete: Schön.

Station	berichtet aus Distrikten	Total Regenfall (Zoll)
Atlanta . . . (14 Distrikte)	1	0,30
Augusta . . . (11 „)	7	0,72
Charleston, S.-C. (5 „)	5	0,87
Savannah, Ga. . (18 „)	15	0,47
Wilmington, N.-C. (10 „)	9	0,43
Galveston, Texas (33 „)	17	0,51
Little Rock, Ark. (15 „)	—	—
Memphis, Tenn. (12 „)	—	—
Mobile, Ala. . . (10 „)	—	—
Montgomery, Ala. (10 „)	1	0,30
New Orleans, La. (16 „)	4	0,13
Vicksburg, Miss. (13 „)	—	—
Oklahoma	—	—

Die nicht ausgefüllten Distrikte hatten keine Niederschläge zu verzeichnen.

Tagesbericht des Crop- und Weather-Bureaus. In Aussicht: Schönes Wetter.

Monatsbericht des „Journal of Commerce“.

In Mississippi und Louisiana wurde Schaden durch Überschwemmungen angerichtet, doch hat sich der Stand bisher gebessert. Unkraut gibt viel zu schaffen. Die Wollweevils treten auf, sonst sind keine Insekten vorhanden.

Wochenbericht des „Chronicle“.

Das Wetter war meist befriedigend und die Temperatur allgemein günstig. Der Regenfall war im ganzen Gürtel mäßig. Die Ernte in Texas gedeiht gut, aber in der westlichen Hälfte des Staates ist Regen notwendig. Es lagen Berichte vor über das Abfallen der Kapseln in den südlichen und südwestlichen Distrikten.

Neueste Schiffsdepeschen.

Dampfer	Hafen	Ballen	Klariert	Gesegelt
Main	Baltimore	600	Juni 24	Juni 24

Am 3. und 4. Juli in New York und New Orleans Feiertag.

Bremen, Freitag, 26. Juni 1908.

1,30 Uhr nachm. Upland middling loko 58¼ Pf. Ruhig. (Vorige Notierung 59 Pf. Stetig.)

6,00 Uhr nachm. Gulf fully middling, 28 mm, franko Waggon, Bremer Tara, Kassa abzüglich 1¼%: 61 Pf. (Vorige Notierung 61¾ Pf.)

Liverpool, 26. Juni. Loko-Notierung 6,55 (Vor. Not. 6,60). Amerikanische auf Lieferung:

	Eröffnung	Schluß	vor. Schl.
Juni	5,98	5,98½	6,01
Juni-Juli	—	5,88½	5,93½
Juli-August	5,79	5,79½	5,84
Aug.-Sept.	5,47	5,44½	5,51
Sept.-Okt.	—	5,19	5,23
Okt.-Nov.	5,08	5,08½	5,12½
	Ruhig.	Stetig.	K. stetig.

	Eröffnung	Schluß	vor. Schl.
Nov.-Dez.	—	5,02	5,06
Dez.-Jan.	—	4,98½	5,02½
Jan.-Febr.	4,95	4,95½	4,99½
Febr.-März	—	4,95½	4,99½
März-April	—	4,95½	4,99½
April-Mai	—	—	—

Silber 25 (vor. Not. 25¼). Umsatz 4000 Ballen.